

Instituto Politécnico de Setúbal



Escola Superior de Ciências Empresariais

As estruturas de capital nas empresas exportadoras em Portugal

Sérgio Miguel da Conceição Leiria Cabrita e Franco

Dissertação apresentada para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau
de

MESTRE EM CONTABILIDADE E FINANÇAS

Orientador: Nuno Miguel Delicado Teixeira

Setúbal, 2017

Dedicatória

Dedico este trabalho aos meus pais e namorada, por todo o apoio que prestaram na realização do mesmo, assim como aos meus amigos que sempre me incentivaram a melhorar.

Agradecimentos

A realização deste trabalho, não teria sido possível sem ajuda e o apoio e incentivo de algumas pessoas importantes, nomeadamente:

- O meu orientador, Professor Nuno Miguel Delicado Teixeira, pela colaboração prestada ao longo da realização deste trabalho;
- A minha família, pelo apoio e dedicação, que me ajudaram a superar os desafios impostos;
- A minha namorada, pelo seu apoio, disponibilidade, incentivo e encorajamento;
- Os meus amigos, pelo incentivo, apoio e amizade;

Índice Geral

Resumo	iv
Abstract.....	v
1.Introdução.....	5
2.Revisão de literatura	7
2.1. Definição de estrutura de capitais	7
2.2. Evolução das teorias da estrutura de capital	8
2.3. Teoria Clássica.....	9
2.4. Teoria de Modigliani & Miller	11
2.5. Teoria Trade-off.....	19
2.6. Teoria dos Custos de Agência	21
2.7. Teoria da Assimetria de Informação.....	24
2.8. Teoria Pecking Order.....	25
2.9. Teoria baseada no Posicionamento Estratégico	27
2.10. Teoria do Market Timing.....	29
3. Teorias sobre a Maturidade da Dívida.....	31
4.Estudo Empírico	35
4.1. A Internacionalização das Empresas Portuguesas	35
4.2. Objetivos do estudo	42
4.3. Hipóteses de Investigação e Variáveis a Utilizadas.....	43
4.3.1. O Efeito de Alavanca Financeiro de Modigliani & Miller (EAF)	43
4.3.2. Teoria Trade-off e o Efeito Fiscal	43
4.3.2.1. Taxa Efetiva de Imposto (TEI).....	44
4.3.2.2. Outros Benefícios Fiscais (OBF) que não o de Endividamento.....	44
4.3.3. Teoria Trade-off e os Custos de Falência.....	45
4.3.3.1. Custo de Financiamento (CF).....	45
4.3.3.2. Risco do Negócio (RN)	45
4.3.3.3. Dimensão (DIM)	46
4.3.3.4. Capacidade para Prestar Garantias Colaterais (GC).....	47
4.3.4. Teoria dos custos de Agência.....	48
4.3.4.1. Reputação (REP)	48
4.3.4.2. Especificidade dos Ativos – Ativos Intangíveis (AI)	49
4.3.5. Teoria da Assimetria da Informação (Teoria Pecking Order).....	50
4.3.5.1. Rendibilidade (REND)	50
4.3.5.2. O Nível de Crescimento da Atividade (CRESC)	51

4.3.6. Teoria do Posicionamento Estratégico	52
4.3.6.1. Setor de Atividade (SA)	52
4.3.7. Variável Dependente Representativa do Nível de Endividamento	53
4.4. Metodologia a adotar	55
4.4.1. Amostra	55
4.4.2. Técnicas estatísticas	57
4.5. Análise e discussão dos resultados obtidos.....	59
5.Conclusão	67
Bibliografia.....	71
Anexos.....	85

Índice de Tabelas

Tabela 1- Evolução das exportações por local de origem.....	37
Tabela 2-Aumento das exportações a nível global.....	39
Tabela 3-Principais destinos das exportações portuguesas.....	39
Tabela 4-Principais produtos exportados por Portugal.....	40
Tabela 5-PIB vs. Exportações.....	41
Tabela 6-Resumo das Hipóteses e Variáveis Independentes.....	54
Tabela 7- Indicadores Económicos e Financeiros (Média Anual).....	56
Tabela 8-Resultados dos Modelos de Regressão.....	60
Tabela 9-Resumo dos resultados.....	66

Índice de Gráficos

Gráfico 1-Estrutura de capitais- Custos vs. Benefícios.....21

Gráfico 2-Evolução do volume de exportações por região- Anual.....38

Índice de Figuras

Figura 1-Teorias da estrutura de capital.....	9
Figura 2-Proposição I de Modigliani & Miller -Exemplo 1.....	12
Figura 3-Proposição I de Modigliani & Miller-Exemplo 2.....	13
Figura 4-Proposição II de Modigliani & Miller-Exemplo.....	15
Figura 5-Demonstrações de Resultados-Exemplo.....	17

Lista de Siglas e Abreviaturas

AI - Ativos Intangíveis

AICEP - Associação Internacional das Comunicações de Expressão Portuguesa

AL – Ativo Líquido

CF - Custos Financeiros

CP - Capital Próprio

CRESC- Crescimento

DIM – Dimensão

EAF – Efeito de Alavanca Financeiro

ECP – Endividamento de Curto Prazo

EMLP – Endividamento de Médio e Longo Prazo

ET – Endividamento Total

PT - Passivo Total

GC – Garantias Colaterais

I&D - Inovação e Desenvolvimento

INE - Instituto Nacional de Estatística

IRC - Imposto Sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas

Kd – Custo do capital alheio

Ke – Custo do capital próprio

Log – Logaritmo

MM -Modigliani & Miller

NUTS – Nomenclatura de Unidades Territoriais para Fins Estatísticos

OBF - Outros Benefícios Fiscais que Não o de Endividamento

P – Passivo

PALOP - Países Africanos de Língua Oficial Portuguesa

PIB - Produto Interno Bruto

PCP – Passivo de Curto Prazo

PME - Pequenas e Médias Empresas

PMLP – Passivo de Médio e Longo Prazo

RAI - Resultados Antes de Impostos

REND – Rendibilidade

RCP - Rendibilidade Esperada do Capital Próprio

REP – Reputação

RIEP - Ranking de Internacionalização das Empresas Portuguesas

RL - Resultado Líquido

RN - Risco do Negócio

RO - Resultados Operacionais

ROI – Return on Investment (Retorno sobre o Investimento)

SA- Setor de Atividade

SABI - Sistema de Análise de Balanços Ibéricos

T -Taxa

TEI - Taxa Efetiva do Imposto

U.M. - Unidades Monetárias

VI: Valor da empresa endividada

VN - Volume de negócios

Vu: Valor da empresa não endividada

WACC - Weighted Average Cost Of Capital (Custo Médio Ponderado do Capital)

Resumo

Este estudo teve como objetivo, identificar os determinantes da estrutura financeira das empresas portuguesas exportadoras para o mercado comunitário, que representa 80% do total das exportações nacionais. Assim, estudaram-se as 250 maiores empresas portuguesas exportadoras nesse segmento de mercado, de modo a identificar os principais condicionantes do financiamento da atividade dessas empresas e que possam dificultar a internacionalização dos competidores internacionais. Estudaram-se os dados económicos e financeiros do exercício mais recente com informação disponível (2015), sendo os resultados obtidos, comparados com os de outros estudos elaborados sobre o mesmo tema. Nos determinantes da estrutura financeira utilizaram-se as seguintes variáveis explicativas: o efeito de alavanca financeiro, a taxa efetiva de imposto, os outros benefícios fiscais, o custo de financiamento, o risco do negócio, a dimensão, as garantias colaterais, a reputação, os ativos intangíveis, a rendibilidade, o crescimento e o setor de atividade. De salientar que estas variáveis foram analisadas tendo em consideração o passivo total, o passivo de médio e longo prazo e o passivo de curto prazo.

Os resultados obtidos, demonstraram, que as variáveis custos financeiros, garantias colaterais e rendibilidade (e o efeito de alavanca financeiro que lhe estava associado) eram significativas em todos os modelos estudados, condicionando claramente a estrutura financeira das empresas analisadas. Por outro lado, verificou-se que o risco de negócio, os ativos intangíveis e o ritmo de crescimento, não eram estatisticamente relevantes em nenhum dos modelos. Quanto à variável associada às especificidades dos setores de atividade, evidenciou que as características intrínsecas ao funcionamento de cada tipologia de negócio, condicionam as estruturas financeiras das empresas. Relativamente às restantes variáveis analisadas, não foram significativas em simultâneo nos três modelos utilizados. A taxa efetiva de imposto e a reputação condicionavam o nível de endividamento total e de curto prazo. Os outros benefícios fiscais e a Dimensão apresentavam uma relação significativa apenas com o passivo de médio e longo prazo.

Palavras-chave: Estrutura de capital; Rendibilidade; Modelo de Regressão Linear; Setor Exportador.

Abstract

This study aimed to identify the determinants of the financial structure of Portuguese exporting companies to the Community market, which represent 80% of total national exports. Thus, we studied the 250 largest Portuguese exporting companies in this market segment, in order to identify the main constraints of the financing of the activity of these companies and that may hinder the internationalization of international competitors. The economic and financial data of the most recent exercise with available information (2015) were studied, and the results obtained, compared to other studies elaborated on the same theme. In the financial structure determinants, the following explanatory variables were used: financial leverage, effective tax rate, other tax benefits, financing cost, business risk, size, collateral guarantees, reputation, intangible assets, profitability, growth and the business sector. It should be noted that these variables were analyzed taking into account total liabilities, medium and long-term liabilities and short-term liabilities.

The results showed that the variables financial costs, collateral guarantees and profitability (and associated leverage effect) were significant in all models studied, clearly determining the financial structure of the companies analyzed. On the other hand, it was verified that the business risk, the intangible assets and the growth rate, were not statistically relevant in any of the models. As for the variable associated with the specifics of the activity sectors, it was shown that the intrinsic characteristics of the operation of each type of business, condition the financial structures of the companies. Regarding the remaining variables analyzed, they were not significant simultaneously in the three models used. The effective tax rate and reputation conditioned the level of total and short-term indebtedness. The other tax benefits and the dimension had a significant relationship only with the medium and long-term liabilities.

Keywords: Capital structure; Profitability; Linear Regression Model; Export Sector.

1.Introdução

A estrutura de capitais a adotar pelas empresas, ou seja, a forma como as empresas combinam a utilização do capital próprio e alheio, de modo a alcançar os seus objetivos, tem sido um tema que tem vindo a ser debatido e discutido nos últimos 50 anos, na área das finanças empresariais.

No entanto, apesar dos vários estudos desenvolvidos sobre o assunto, não existe uma conclusão definitiva relativamente ao tema, existindo resultados de investigação bastante diferentes.

Esta série de estudos, deu-se no início dos anos 50, quando David Durand (1952), desenvolveu a teoria clássica, que veio rapidamente a ser contrariada por Modigliani e Miller (1958). Estes, negaram a existência de uma estrutura ótima de capital, ou seja, para estes autores a combinação de capital próprio e alheio no financiamento da atividade não tinha qualquer impacto na minimização do custo do capital e na maximização do valor da empresa. Este estudo, despoletou uma série de investigações na área financeira, e a teoria destes dois autores foi gradualmente enriquecida e, algumas vezes colocada em causa, por outros investigadores, que foram introduzindo ao longo do tempo vários fatores que condicionavam a estrutura financeira das empresas. Assim, várias teorias foram elaboradas, destacando-se as teorias *Trade-off*, dos custos de agência, da assimetria da informação, *Pecking Order*, do Posicionamento estratégico e do *Market Timing*.

Deste modo, uma das considerações a ter no estudo deste tema, é a de que não existe um resultado universal extraído das investigações previamente elaboradas, havendo ainda possibilidade de se estudar mais o assunto, visto que o acesso às fontes de financiamento adequadas em termos de valores, maturidades e custos, condiciona bastante o sucesso das empresas.

Assim, escolheu-se este tema para investigação tendo por base a importância que a estrutura de capitais, tem para as decisões estratégicas e para o funcionamento normal das empresas, de modo a alcançarem os seus objetivos. Para a realização do estudo, foram utilizadas como amostra, as 250 maiores empresas portuguesas exportadoras para o mercado comunitário, que representa cerca de 80% das exportações de Portugal. Sendo a

internacionalização um fator fundamental para a competitividade da economia nacional, considera-se que a identificação das condicionantes do nível de endividamento destas empresas, é um tema bastante relevante para ser abordado numa dissertação de mestrado.

Para o efeito, teve-se em consideração as teorias que já foram desenvolvidas relativamente a este tema, e deste modo, averiguar se estas, se confirmam nas empresas exportadoras.

Assim, esta dissertação, irá dividir-se em duas partes principais:

- Revisão da literatura, onde se analisam as teorias já existentes relativamente à estrutura de capitais, nomeadamente: a teoria clássica (Durand, 1952), a teoria de Modigliani e Miller (1958), a problemática da incidência de impostos (Modigliani e Miller, 1963), a teoria *Trade-off* (Kraus & Litzenberger, 1973), a teoria dos custos de agência (Jensen e Meckling, 1976), a teoria baseada na assimetria de informação (Ross, 1977), a teoria de *Pecking Order* (Myers e Majluf, 1984), a teoria baseada no posicionamento estratégico (Arias *et al.* 2000) e a teoria do *Market Timing* (Baker e Wurgler, 2002). Nesta etapa do trabalho ainda irão ser abordadas as teorias referentes à maturidade da dívida, de modo a conhecer-se os determinantes que influenciam o acesso ao endividamento de curto prazo ou de médio e longo prazo;
- Estudo empírico, onde se fará uma breve caracterização da internacionalização das empresas portuguesas e uma descrição mais detalhada dos objetivos e da metodologia de investigação associada, nomeadamente, a apresentação das hipóteses de investigação, das variáveis e técnicas estatísticas a utilizar, e a caracterização da amostra a estudar. Por fim, irá ser efetuada a análise e discussão dos resultados obtidos, comparando-se estes, com os resultados esperados segundo as teorias previamente estudadas e com os obtidos por outros estudos desenvolvidos sobre este tema.

Finalmente, são ainda apresentadas as conclusões deste estudo, bem como, as suas limitações e sugestões para futuras investigações.

2.Revisão de literatura

2.1. Definição de estrutura de capitais

A estrutura de capital consiste na forma, como a empresa realiza a combinação entre o capital próprio e o capital alheio. O capital próprio ou património líquido, corresponde à parte do capital que pertence aos proprietários, assim como, aos fundos gerados internamente através da atividade, enquanto o capital alheio representa as dívidas provenientes de fontes de financiamento externas, como empréstimos, *leasings* e emissão de obrigações.

A relação entre o capital próprio e o capital alheio, tem sido um tema que tem despertado muitas teorias ao longo dos anos, nos trabalhos de investigação em finanças. Isto porque, ambas as fontes de financiamento, acarretam **custos de capital**.

O custo de capital consiste, portanto, na taxa de retorno que uma empresa deve conseguir obter dos seus investimentos, o que significa que quanto mais excedentes financeiros obtiver, maior a capacidade para assegurar a rendibilidade dos capitais aplicados e maior a capacidade de crescimento. Relativamente ao capital próprio, o custo consiste na rendibilidade requerida pelos proprietários da empresa, enquanto que o capital alheio contém juros associados à utilização dos fundos das instituições financeiras. Com base nas duas fontes de financiamento, é possível determinar o custo do capital, através do *Weighted Average Cost of Capital* (WACC), que consiste numa média ponderada calculada através das taxas respetivas do capital próprio (K_e) e capital alheio (K_d), pela seguinte fórmula (Teixeira e Alves, 2003):

$$WACC = \left(\frac{CP}{A}\right) \times K_e + \left(\frac{P}{A}\right) \times K_d \times (1 - t) \quad (1)$$

Legenda: CP = Capital próprio; A = Ativo líquido (total de investimento); K_e = Custo do capital próprio; P = Passivo; K_d = Custo de financiamento alheio; t = Taxa de Imposto sobre o Rendimento de Pessoas Coletivas (IRC).

Com base nos valores obtidos, cabe aos gestores das empresas ponderar qual a melhor estratégia de financiamento, tendo em conta o retorno sobre o investimento (*Return on Investment*) e o WACC, de modo a comparar a rendibilidade gerada na exploração e os custos de financiamento a cobrir, pois caso o ROI seja superior ao WACC existe criação de

valor (Teixeira e Alves, 2003). Para além disso, como já foi demonstrado pela fórmula anterior, através do WACC, é possível identificar qual a fonte de financiamento que tem um maior peso no custo do capital, podendo então tomar-se a decisão de reduzir a utilização dessa fonte de financiamento, diminuindo o custo global do financiamento da atividade (Teixeira e Alves, 2003).

No entanto, apesar das técnicas utilizadas para medir a melhor estratégia de financiamento, têm surgido várias teorias ao longo do tempo que tentam explicar qual a melhor estrutura de capital, e o que influencia esta decisão. Assim, iremos caracterizar de seguida as teorias e perspectivas que têm vindo a contribuir para esta temática.

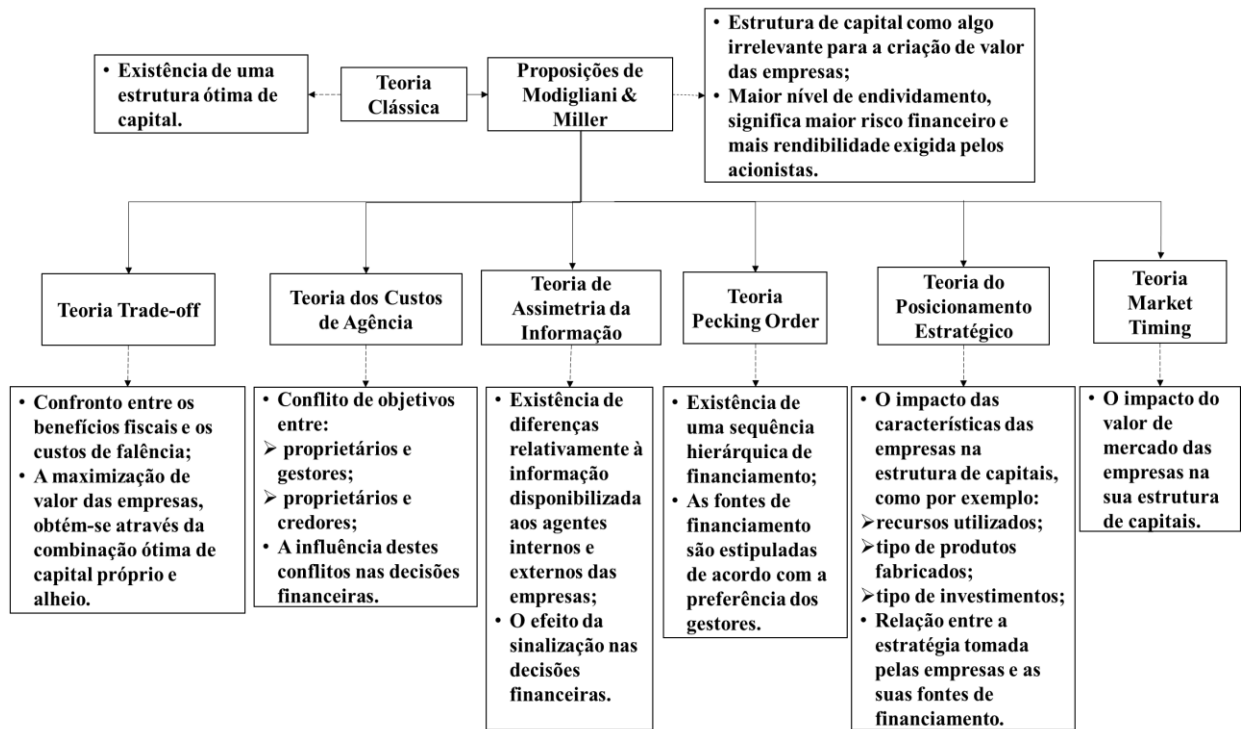
2.2. Evolução das teorias da estrutura de capital

Como já foi referido, ao longo dos anos foram criadas várias teorias, que tentam determinar qual a estrutura de capital indicada e qual a sua influência na criação de valor das empresas.

A Teoria Clássica, elaborada por David Durand (1952), foi a primeira tentativa de se perceber qual a relação entre os capitais internos e externos nas empresas, consistindo o seu trabalho na ideia de que existe uma estrutura ótima de capital. Desde então, foram desenvolvidos vários estudos sobre o tema. No entanto, foram as proposições de Modigliani e Miller (1958), que desencadearam a difusão de teorias que têm vindo a ser elaboradas e estudadas ao longo dos anos, tais como: *Trade-off*, dos Custos de Agência, da Assimetria de Informação, *Pecking Order*, Posicionamento Estratégico e *Market Timing* (Teixeira e Parreira, 2012).

Na figura seguinte, encontram-se as várias teorias que irão ser caracterizadas nos pontos seguintes:

Figura 1-Teorias da estrutura de capital



Fonte: Elaborado pelo autor, 2017

Por fim, irão ser abordadas as teorias sobre a maturidade da dívida, de modo a evidenciar-se, os principais fatores que influenciam a forma como as empresas optam pelo seu endividamento de curto ou médio/longo prazo, considerando entre outros fatores, a dimensão destas, a taxa de crescimento, os impostos, identificadas como importantes por diversos autores (Marques e Correia, 2012).

Após esta breve introdução, iremos então, caracterizar as diversas teorias já mencionadas.

2.3. Teoria Clássica

Dos vários estudos desenvolvidos ao longo dos anos, relativamente à estrutura de capitais, o primeiro terá sido elaborado por David Durand (1952), que afirmou que existia uma estrutura ótima de capital, no seu trabalho “*Costs of debt and equity funds for business: trends and problems of measurement*” publicado no *National Bureau of Economic Research*.

Este autor, defendeu a existência de uma combinação de capitais (próprio e alheio), que minimizaria o custo total (estrutura ótima de capital) e maximizaria o valor dos projetos de investimento, designando-se esta teoria de Clássica ou Tradicional. Assim, o valor da empresa está profundamente dependente da maneira como conjuga o seu capital próprio com o capital alheio.

Para Durand (1952) o capital de terceiros tem um custo inferior ao próprio, de modo que as empresas deveriam endividar-se até ao ponto, em que o custo total de capital (WACC) atingisse o seu valor mínimo, chegando-se à estrutura ótima de capital através do efeito de alavanca financeira¹ (os investidores entram com menos recursos para a atividade, e por isso, poderão obter maior rentabilidade através dos resultados gerados). O custo do capital alheio mantém-se estável até esse valor mínimo, a partir do qual aumenta, devido ao incremento do risco de falência, o que levará os proprietários a exigir um maior retorno, aumentando assim também o custo do capital próprio. Isto porque, em caso de insolvência, há uma prioridade na liquidação das dívidas, em relação a assegurar o retorno dos proprietários das empresas, o que significa que estes correm um maior risco e, assim, exigem normalmente uma maior rentabilidade. Ao atingir-se o ponto mínimo do custo de capital, deve-se diminuir o recurso ao endividamento, de modo a que a empresa não venha a ter problemas relativamente à liquidação da dívida, aumentando as exigências dos proprietários relativamente ao que irão receber do negócio (Durand, 1952).

Deste modo, pode-se concluir que esta teoria retrata uma relação positiva entre o grau de endividamento e o valor da empresa, o que significa que ao se recorrer mais a capital alheio e menos a capital próprio, maior será a maximização de lucros.

¹ Efeito financeiro de crescimento da Rentabilidade dos Capitais Próprios que se produz através do aumento do nível de endividamento.

2.4. Teoria de Modigliani & Miller

Refutando a proposta de David Durand (1952), Modigliani e Miller (1958), desenvolveram uma teoria que consideravam a estrutura de capital como algo irrelevante para a criação de valor das empresas.

Segundo Modigliani e Miller, o valor de mercado de uma empresa é independente da sua estrutura de capital. Esta ideia foi sugerida pelos autores com a publicação em 1958, do artigo “*The Cost of Capital, Corporate Finance and Theory of Investment*” no *The American Economic Review*.

Neste estudo, os autores consideraram duas empresas idênticas, exceto nas suas estruturas financeiras, sendo uma financiada apenas por capital próprio, e a outra financiada por capital próprio e alheio. Para além disso, os autores usaram alguns pressupostos, como por exemplo (Teixeira, *et al.* 2011; Teixeira e Parreira, 2012):

- A existência de um mercado perfeito² e capacidade ilimitada de financiamento para empresas e indivíduos;
- A ausência de impostos;
- A ausência de custos de transação (custos de recorrer ao sistema económico, como por exemplo os custos de elaboração, negociação e manutenção de um acordo) e de falência (custos associados à possibilidade de falência de uma empresa);
- Os fluxos de caixa operacionais não são afetados por mudanças na estrutura de capital;
- Os investidores particulares usufruem das mesmas condições que as empresas em relação ao crédito;
- A ausência de informação assimétrica³;

2 Os agentes beneficiam de informação total (inexistência de informação assimétrica) e existe apenas uma única taxa de juro para diferentes investidores com o mesmo nível de risco.

3 Informação mais acessível a investidores internos que a investidores externos.

- Mesmo risco para ambas as empresas utilizadas no estudo;
- A ausência de custos de agência⁴.

Com base no estudo desenvolvido, os autores apresentaram duas proposições que demonstram que a estrutura de capitais, não tem qualquer influência no valor das empresas. A **Proposição I**, afirma que o valor de mercado das duas empresas é o mesmo, independentemente da estrutura de capital, ou seja, o endividamento da empresa não influencia o seu valor, como podemos ver pela seguinte fórmula (Modigliani e Miller, 1958; Serrasqueiro e Rogão, 2006; Fernandes e Vieito, 2014):

$$V_L = V_U \quad (2)$$

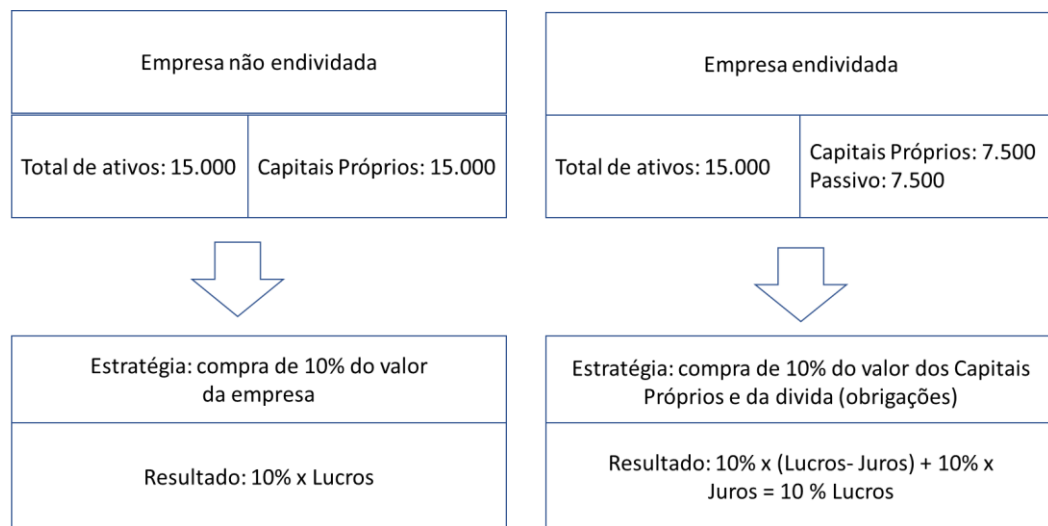
Legenda:

V_L : Valor da empresa endividada

V_U : Valor da empresa não endividada

Para melhor se perceber, apresenta-se o seguinte exemplo:

Figura 2-Proposição I de Modigliani & Miller -Exemplo 1



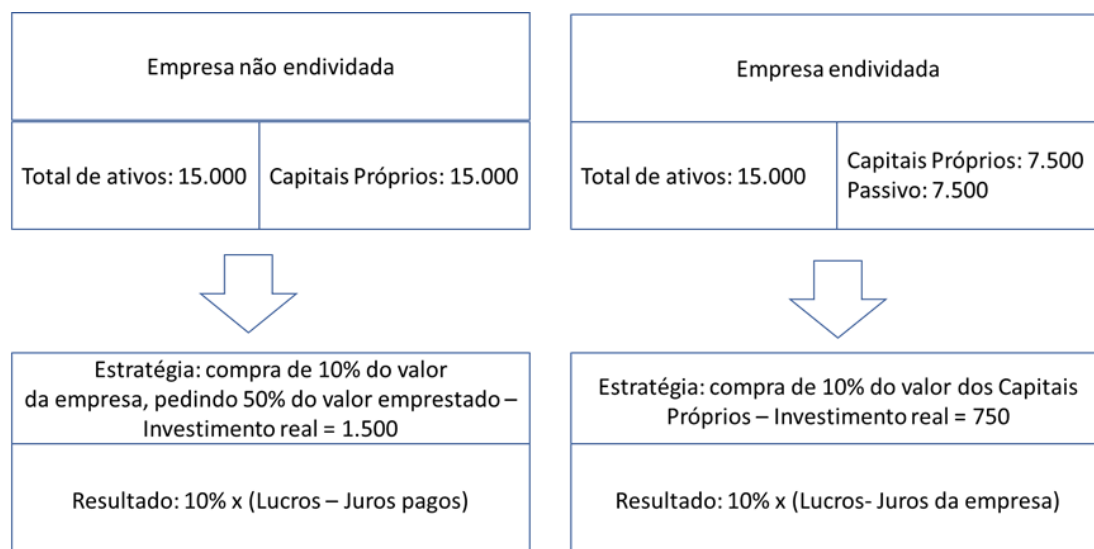
Fonte: Teixeira e Parreira, 2012

⁴ Custos derivados de conflitos de interesses entre proprietários e gestores ou proprietários e credores.

Analisando o exemplo acima apresentado, podemos constatar, que na empresa não endividada, o investidor compra 10% do valor do capital próprio (10% do lucro gerado), e que na empresa endividada, o investidor adquire 10% do valor do capital próprio e da dívida. O volume de investimento é o mesmo em ambos os casos, assim como a parte dos resultados a que os investidores têm direito. Isto deve-se ao facto que o investidor da empresa endividada irá beneficiar dos juros dos títulos, em conjunto com os lucros da empresa, aos quais já foram retirados os custos inerentes ao financiamento, correspondendo tal, aos lucros da empresa não endividada.

Para explicar melhor esta proposição, segue-se outro exemplo:

Figura 3-Proposição I de Modigliani & Miller-Exemplo 2



Fonte: Teixeira e Parreira, 2012

Neste segundo exemplo, desde que exista a condição de que os investidores possam ceder e obter fundos nas mesmas condições que as empresas, os resultados são idênticos (mais uma vez, não existe influência da estrutura de capital).

No caso da empresa não endividada o investidor irá receber 10% dos lucros, menos os juros a pagar pelo financiamento obtido, pedindo emprestado 50% do capital que adquire na empresa.

Relativamente à empresa endividada o resultado para o investidor é idêntico, pois os lucros a receber não englobam os juros suportados pela empresa e de valor igual aos suportados pelo investidor.

Também se pode constatar que apesar dos resultados serem iguais, os investimentos são diferentes, o que faz com que as rendibilidades não sejam iguais, surgindo assim a **Proposição II** (Teixeira e Parreira, 2012).

A **Proposição II** afirmava que a rendibilidade dos capitais próprios aumenta devido ao constante aumento do nível de endividamento, pois implica um maior risco para os proprietários, mas em simultâneo, um menor investimento por parte destes. Deste modo, a rendibilidade do capital próprio torna-se proporcional ao endividamento da empresa (maior endividamento leva a um aumento do custo do capital próprio ou do WACC), pois os proprietários das empresas, enfrentando um maior risco financeiro derivado do endividamento, aumentam a rendibilidade exigida como compensação desse risco. Como consequência do maior endividamento, existe também uma diminuição do investimento por parte dos proprietários face aos mesmos resultados, ou seja, para o mesmo *output* (resultados), irá existir menos *input* de capital, potenciando assim a sua rendibilidade (alavancagem financeira).

A seguinte fórmula estabelece essa ligação (Modigliani e Miller, 1958; Serrasqueiro e Rogão, 2006; Teixeira e Parreira, 2012):

$$RCP = Ra + (Ra - Rd) \times P/CP \quad (3)$$

Legenda:

RCP: Rendibilidade esperada dos Capitais Próprios

Ra: Rendibilidade esperada do ativo

Rd: Rendibilidade esperada da dívida

P: Passivo

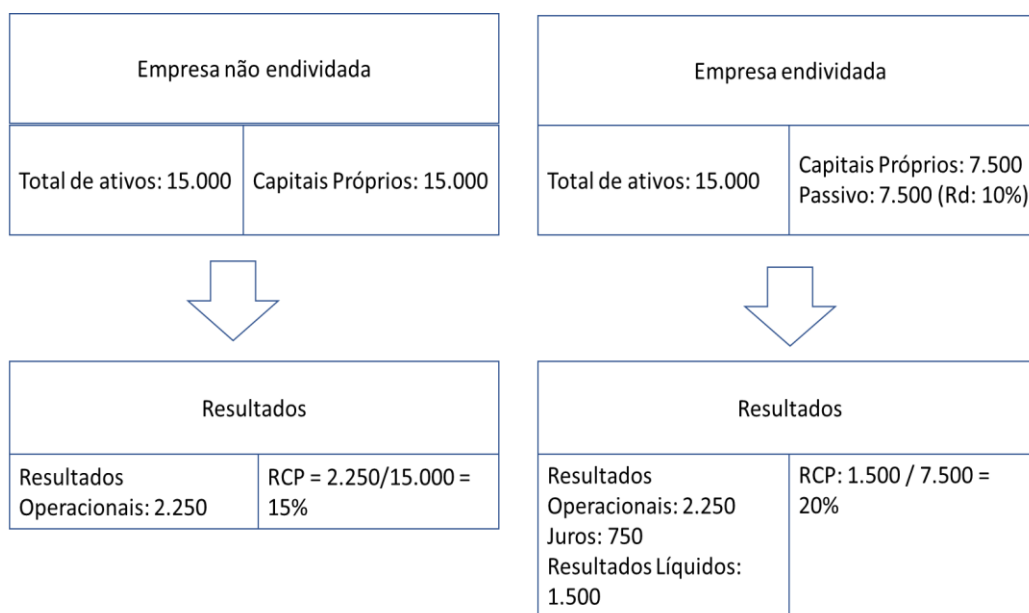
CP: Capital próprio

Esta fórmula, permite avaliar a eficiência e capacidade de gestão dos investimentos dos detentores do capital da empresa em termos de produção de resultados na atividade. Quanto maior for o seu valor, maior será a eficiência da empresa em utilizar os investimentos dos proprietários. Por exemplo, se o RCP for 30%, significa que por cada euro investido, os investidores recebem 30 cêntimos de retorno (resultado líquido).

Deste modo, desde que a rentabilidade esperada do ativo, seja maior que a da dívida, a remuneração dos capitais próprios aumenta proporcionalmente ao rácio de endividamento. Apesar de a estrutura de capitais não influenciar os resultados e o valor de mercado, se a empresa recorrer à dívida, os investidores podem receber mais por título e diminuir o seu investimento, aumentando assim a sua rentabilidade.

Apresenta-se a seguir um exemplo, de modo a se entender melhor esta segunda proposição dos autores:

Figura 4-Proposição II de Modigliani & Miller-Exemplo



Fonte: Teixeira e Parreira, 2012

No caso da empresa não endividada, o valor ao qual os investidores têm direito, corresponde a 15% do investimento inicial. Na situação da empresa endividada, constatamos que perante um resultado inferior (devido aos juros exigidos pelos credores da dívida), a rentabilidade gerada por investidor é maior pois têm direito a 20% do investimento. Isto deve-se ao facto, de que o investimento feito pelos investidores é menor, pois recorreu-se a capital alheio para auxiliar no financiamento da atividade. Apesar de o resultado ser menor na empresa endividada, cada investidor recebe uma parte maior face ao investimento realizado (Teixeira e Parreira, 2012).

Deste modo, os autores desenvolveram a teoria de que embora o valor de mercado não seja influenciado pela estrutura financeira, a utilização de capital alheio aumenta a rendibilidade dos proprietários, desde que a empresa seja capaz de gerar excedentes com uma rendibilidade superior aos custos financeiros (Teixeira e Parreira, 2012).

Assim, este primeiro trabalho de Modigliani e Miller, tornou-se uma referência no estudo das finanças empresariais. No entanto, após 1958, novas teorias foram surgindo, refutando o teorema de Modigliani e Miller, afirmando que os pressupostos eram irreais, e que não existem mercados perfeitos, sugerindo que as proposições estavam erradas. Um exemplo disso, era o facto de não considerarem que os impostos tinham efeito no custo de capital (Silva e Lopes, 2015).

Face às várias críticas que surgiram, em 1963, Modigliani e Miller publicaram o artigo, *“Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction”* em que reconhecem os encargos financeiros como custo fiscal, ou seja, o recurso à dívida origina um benefício fiscal, pois os custos são dedutíveis no apuramento do imposto de rendimento das empresas. Deste modo, o valor da empresa aumenta com o nível de endividamento. Com isto, pode-se dizer, que uma parte dos custos financeiros é suportada pelo imposto (IRC) a pagar, diminuindo-se, assim, o montante de impostos a liquidar.

No caso do financiamento através de capitais próprios, não existem custos fiscais, porque a rendibilidade exigida pelos proprietários não é aceite fiscalmente, o que significa que na tomada de decisão relativamente à estrutura de capitais, deve-se ter em conta o benefício fiscal inerente à atividade. Os autores defendiam, assim, que uma estrutura ótima de capital, deveria ter 100% de capitais alheios.

Para melhor se entender, apresenta-se o seguinte exemplo:

Figura 5-Demonstrações de Resultados-Exemplo

Empresa não endividada		Empresa endividada	
Resultados Operacionais	2.250	Resultados Operacionais	2.250
Custos Financeiros	0	Custos Financeiros	750
Resultados antes de impostos	2.250	Resultados antes de impostos	1.500
IRC (taxa de 21%)	472,5	IRC (taxa de 21%)	315
Resultados Líquidos	1.777,5	Resultados Líquidos	1.185

Fonte: Teixeira e Parreira, 2012

Na demonstração de resultados da empresa não endividada, obteve-se um resultado de 1.777,5 unidades monetárias, enquanto na demonstração de resultados da empresa endividada, atingiu-se um resultado de 1.185 unidades monetárias.

Ao analisarmos os resultados de ambas as empresas, podemos conferir que os da empresa endividada são menores que os da empresa que não recorreu à dívida. No entanto, isto não significa que prejudique a rentabilidade.

Tendo em conta a seguinte fórmula (Teixeira e Parreira, 2012):

$$RL = RAI - RAI \times t \quad (4)$$

$$RL = (RO - CF) - (RO - CF) \times t$$

$$RL = (RO - RO \times t) - (CF - CF \times t)$$

Substituindo por valores temos:

$$RL = (2250 - 2250 \times 0,21) - (750 - 750 \times 0,21) = 1.185$$

Assim, podemos verificar que 21% dos custos financeiros (157,5 unidades monetárias) são suportados pelo IRC a pagar, sendo assim menor o imposto a liquidar. Deste modo, através da dívida, obteve-se um valor de custos financeiros de 750 unidades monetárias, que originou uma diminuição dos resultados para 1.185 unidades monetárias, mas com um

decréscimo de IRC de 472,5 para 315 unidades monetárias. Verificamos, assim, a existência de uma poupança fiscal de 157,5 unidades monetárias.

Deste modo, verificamos que há claramente uma poupança fiscal ao recorrer-se a capitais alheios, poupança esta, a considerar como benefício para o valor da empresa. Relativamente ao financiamento através de capitais próprios, este não acarreta custos fiscais, pois a rendibilidade exigida pelos proprietários não é aceite fiscalmente. No caso da empresa endividada existe um excedente para os investidores de 1.935 unidades monetárias., dos quais 1.185 unidades monetárias são para os proprietários e 750 unidades monetárias são para os credores, enquanto que na empresa não endividada, ganham-se 1.777,5 unidades monetárias para os proprietários, ou seja, menos 157,5 unidades monetárias (1.935 – 1.777,5) relativos à poupança fiscal.

No entanto, não convêm a empresa ficar muito endividada, pois poderá ir à falência por incumprimento da dívida (Baxter, 1967; Kraus e Litzenberger 1973; Scott, 1976; Warner, 1977; Kim, 1978 e Haugen e Senbet, 1978).

Deste modo, no caso da proposição I, tendo em conta a introdução dos impostos na teoria dos dois autores, o valor de mercado de uma empresa que recorre à dívida será igual ao valor de uma empresa não endividada, mais os benefícios fiscais que provêm do endividamento, como podemos ver pela seguinte fórmula (Modigliani e Miller, 1963; Serrasqueiro e Rogão, 2006; Fernandes e Vieito, 2014):

$$V_L = V_U + (t \times P) \quad (5)$$

Legenda:

V_L : Valor da empresa endividada

V_U : Valor da empresa não endividada

t: Taxa de imposto

P: Passivo

No caso da proposição II com impostos, um maior recurso ao endividamento, origina um maior risco financeiro, o que leva a uma maior rendibilidade exigida pelos investidores,

corrigida pelo efeito fiscal a favor do Estado (Modigliani e Miller, 1963; Serrasqueiro e Rogão, 2006).

$$RCP = [Ra + (Ra - Rd) \times P/CP] \times (1 - t) \quad (6)$$

Legenda:

RCP: Rendibilidade esperada dos Capitais Próprios

Ra: Rendibilidade esperada do ativo

Rd: Rendibilidade esperada da dívida

P: Passivo

CP: Capital Próprio

t: Taxa de imposto

Assim, Modigliani e Miller, afirmam que o valor da empresa endividada é superior ao valor da empresa não endividada devido ao valor atual dos benefícios fiscais dos juros da dívida.

2.5. Teoria *Trade-off*

Tendo como base o estudo de Modigliani e Miller (1963), concluiu-se que a estrutura de capitais tinha impacto no valor da empresa devido ao efeito fiscal, dando origem à teoria do *Trade-off*.

Esta teoria consiste basicamente no confronto entre os benefícios fiscais e os custos de falência ou custos de insolvência financeira. Os benefícios fiscais, como já foi referido, consistem na redução de impostos originada pela dedutibilidade fiscal dos juros, enquanto os custos de falência, resultam do não cumprimento das empresas perante as suas obrigações, existindo assim, um confronto direto entre os benefícios fiscais de se recorrer a capital alheio e os custos resultantes deste.

Segundo Kraus e Litzenberger (1973), a estrutura ótima de capital seria obtida através do confronto entre o valor atual do benefício fiscal e o valor atual dos custos resultantes do recurso a capitais alheios. Assim, a teoria do *Trade-off* defende a existência de uma estrutura ótima de capitais, havendo um equilíbrio entre o nível de endividamento e o aumento do valor da empresa. Apesar de ser vantajoso para a empresa recorrer a capitais de terceiros, devido ao benefício fiscal, deve-se ter noção que não se deve aumentar indefinidamente o endividamento, devido ao custo tanto de incumprimento da dívida e de falência, como de agência, resultante de conflitos de interesses entre os agentes envolvidos numa empresa, ou seja, proprietários e gestores ou proprietários e credores (Jensen e Meckling, 1976).

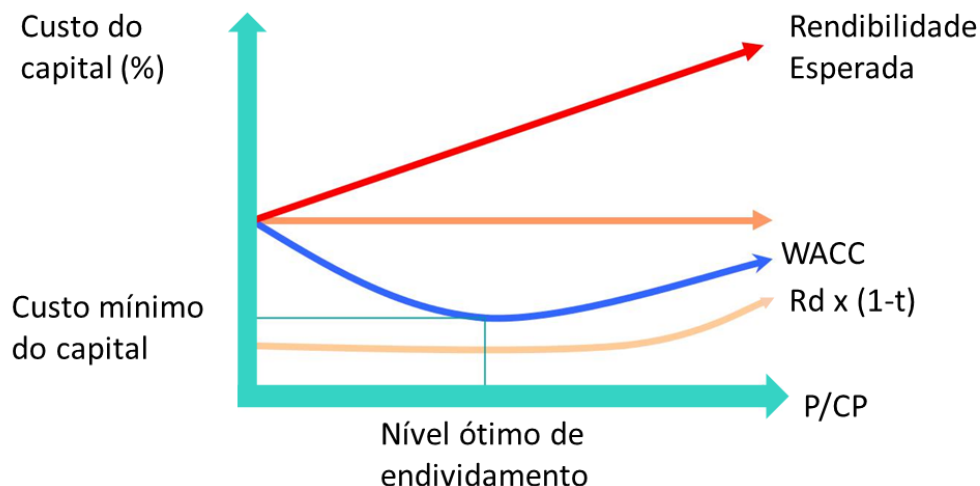
Relativamente aos custos de falência, Haugen e Senbet (1978), dividem-nos em custos diretos (custos legais e administrativos, pagamento de honorários, adiamento de pagamentos, etc.) e indiretos (percepção de que a empresa se encontra em dificuldades e inclui, por exemplo, o risco de perda de relacionamentos com clientes e fornecedores). Baxter (1967) e Brennan e Schwartz (1978), afirmam que aumentar o nível de endividamento, diminui ou aumenta o valor das empresas, conforme a probabilidade de falência em causa. Por exemplo, uma empresa pouco endividada, ao aumentar a dívida não irá ter um grande impacto na probabilidade de falência, logo esse endividamento adicional irá providenciar vantagens fiscais, aumentando o valor da empresa. No caso de uma empresa com um elevado grau de endividamento, o recurso a mais capital alheio, irá aumentar a sua probabilidade de falência, diminuindo o seu valor, por via do aumento do custo de financiamento exigido pelos investidores, face ao maior nível de risco. Assim, a probabilidade de uma empresa entrar em falência depende do facto de esta conseguir ou não obter *cash-flows* suficientes para cobrir a dívida.

Tendo consciência dos benefícios fiscais e dos custos associados ao endividamento, de acordo com a teoria do *Trade-off*, é necessário encontrar o ponto de equilíbrio que maximize o valor da empresa. Esta teoria refutou o trabalho de Modigliani e Miller (1963), pois como já foi referido, estes afirmavam que uma empresa deveria ser financiada exclusivamente por capitais alheios devido aos benefícios fiscais, reduzindo-se o lucro tributável, mas aumentando a remuneração dos proprietários. Tal, ignorava completamente os custos de falência que o recurso ao capital externo traz. De acordo com Myers (1984), ao utilizar capitais alheios, as empresas obtêm benefícios fiscais inerentes, havendo um efeito

positivo, mas ao mesmo tempo, podem sofrer ao longo do tempo com o efeito negativo dos custos de falência.

Para melhor se entender esta lógica, apresenta-se o seguinte gráfico:

Gráfico 1-Estrutura de capitais- Custos vs. Benefícios



Fonte: Ross *et al.* 2003

Com base no gráfico anterior, podemos concluir, que o custo médio ponderado do capital (em inglês denominado de *Weighted Average Cost of Capital-WACC*), vai diminuindo à medida que o recurso à dívida aumenta até ao ponto ótimo de endividamento, pois o custo do capital alheio é menor do que o do capital próprio. A partir desse ponto o WACC aumenta, pois começa-se a sentir o efeito dos custos de falência (aumentam o custo do capital alheio), devido ao excesso de endividamento. Como consequência, os proprietários vão exigir uma rentabilidade superior, o que, como já foi referido, provoca também o aumento do WACC.

2.6. Teoria dos Custos de Agência

A teoria dos custos de agência, foi apresentada por Jensen e Meckling (1976), os quais afirmaram que existem dois tipos de conflitos, em que os interesses das partes nem sempre são complementares: entre proprietários e gestores (derivados do capital próprio) e proprietários e credores (derivados da dívida).

No caso dos custos derivados do capital próprio, os conflitos não permitem potenciar o lucro pois os gestores poderão querer agir segundo os seus interesses pessoais, resultando daí custos. Segundo Jensen e Meckling (1976) a relação de agência consiste num ou mais proprietários, concederem aos gestores autoridade para tomar decisões em seu nome, os quais vão ao encontro dos seus próprios interesses, em vez de terem como prioridade os compromissos assumidos com os proprietários da empresa. Alguns custos de agência relacionados com o capital próprio são:

- Custos de vigilância/fiscalização (custos suportados pelo proprietário, para tentar limitar o comportamento “oportunista” do gestor);
- Custos de reconhecimento (custos suportados pelo gestor, no sentido de convencer o proprietário a confiar neste para prosseguir os objetivos contratados, tendo como exemplo, a recolha e tratamento da informação);
- Custos residuais (perda de utilidade sofrida pelo proprietário ou pelo gestor, na sequência de divergências de interesse).

Segundo Coelho (1993), podem também ser listados alguns conflitos dos quais podem resultar custos de agência entre proprietários e gestores:

- Abuso dos direitos concedidos pelos proprietários aos gestores, havendo um usufruto maior destes face ao que estava previamente estabelecido;
- Existência de informação assimétrica entre os gestores e proprietários;
- Existência de contradição entre o objetivo do gestor e o do proprietário;
- Procura por parte dos gestores por investimentos menos arriscados e com menor rendibilidade, mas que tenham menos complexidade de gestão.

Jensen (1986) afirma que os conflitos de interesses entre proprietários e gestores, são melhor evidenciados, quando a empresa gera um excedente de tesouraria. Perante esta situação, os gestores poderão sentir-se tentados a seguir os seus próprios interesses, transferindo estes recursos para si mesmos. Segundo Stulz (1990), os gestores podem optar por não distribuir estes recursos pelos proprietários, de modo a serem utilizados para novos investimentos, aumentando assim o crescimento da empresa, apesar de muitas vezes trazerem rendibilidade nula ou negativa (sobreinvestimento). Porém, também é possível que

o conflito seja originado por parte dos proprietários, no caso de estes optarem pelo recebimento extraordinário de resultados, não permitindo assim o desenvolvimento da empresa.

Assim, a fim de tentarem evitar a existência deste tipo de conflitos, muitas vezes os proprietários tendem a recorrer a capital alheio para o financiamento da atividade da empresa, pois o recurso ao endividamento minimiza o conflito entre si e gestores, levando estes a assumirem mais riscos e a tomarem melhores decisões (Jensen e Meckling, 1976; Jensen, 1986; Stulz, 1990).

No entanto, isso pode também originar custos entre proprietários e credores pois, os proprietários podem optar por levar a empresa a realizar investimentos de alto risco, sem qualquer garantia de que resultarão num bom desempenho operacional, porque a riqueza exposta ao risco é sobretudo a dos credores e não a sua. Caso o investimento resulte em sucesso, grande parte dos ganhos vai para os proprietários, enquanto que os credores têm direito apenas à percentagem fixa de juros. No entanto, caso haja insucesso no investimento quem suporta a maior parte dos gastos são os credores (no caso de a empresa não conseguir solver as suas dívidas), pois foram estes que financiaram a maior parte dos investimentos realizados (Teixeira e Parreira, 2012).

Em caso de risco de falência, os proprietários têm ainda incentivo para receber resultados extraordinários e venderem os ativos da empresa, em vez de expandirem o negócio de forma a restar pouco para os credores (Saito e Silveira, 2008). Para além disso, em caso de maior risco, muitos proprietários, têm tendência em não investir com capitais próprios (sub-investimento), tanto pelo receio de aumentar a sua perda se a empresa vier a falir, como pelo facto de que em caso contrário, os credores poderão vir a ser os principais beneficiados, porque os ganhos operacionais irão ser utilizados para o pagamento de juros (Saito e Silveira, 2008). Assim, quanto mais perto da falência, maior será o recurso à dívida, o que prejudicará os credores, visto que financiaram os investimentos da empresa, e, no entanto, esta poderá não vir a responsabilizar-se pelos seus compromissos face a terceiros (Frydenberg, 2004).

Os credores, perante estas situações tomam determinadas medidas de modo a assegurarem a sua posição, como por exemplo: taxas de remuneração mais elevadas e renegociação de contratos de empréstimos com maiores garantias (por exemplo, têm direito

a colocar restrições às decisões operacionais e de investimento). Estas medidas são consideradas custos de agência do endividamento, sendo suportadas pelos proprietários (Sousa e Padilha, 2014).

Deste modo, como já foi referido, não se deve aumentar indefinidamente o endividamento da empresa, devido ao custo tanto de incumprimento da dívida e de falência, como de agência.

2.7. Teoria da Assimetria de Informação

A informação assimétrica, é um fenómeno que tem origem nos diferentes níveis de informação disponível entre os gestores da empresa e os investidores externos. Com isto, quer-se dizer que os gestores têm informações privilegiadas relativamente a determinados assuntos, como por exemplo, o nível de endividamento, o risco, entre outras informações, que os investidores não têm acesso (Silva e Lopes, 2015).

Assim, a assimetria da informação torna-se um fator importante a ter em conta, no que toca às tomadas de decisões de financiamento, visto que as empresas tendem a não divulgar informações relacionadas com as suas estratégias, e com as suas decisões de financiamento e de investimento (Myers e Majluf, 1984). Isto leva à procura de “sinais” por parte dos investidores externos, que indiquem quais os fluxos de rendimentos futuros das empresas, surgindo assim a teoria da sinalização impulsionada por Ross (1977) e Leland e Pyle (1977). Segundo Ross (1977), quanto maior o endividamento das empresas, maior a atratividade para os investidores. Isto deve-se, por um lado, ao facto de que as piores empresas enfrentam maiores custos de falência, ou seja, as empresas com maior dificuldade financeira, têm mais dificuldades de acesso ao endividamento, sendo o menor nível de endividamento um sinal que se tratam de empresas com dificuldades. Deste modo, os investidores reagem aos elevados níveis de endividamento, como um sinal de qualidade da empresa para gerar fluxos de caixa e para liquidar as suas dívidas, estando assim o endividamento positivamente relacionado com o valor da empresa. (Silva e Lopes, 2015).

Por outro lado, Leland e Pyle (1977), defendem que existe uma maior atratividade para os investidores, quando existe um maior recurso a capital próprio por parte da empresa, pois

funciona como uma garantia para os investidores. No entanto, de acordo com Teixeira e Parreira (2012), a maior parte dos estudos estão de acordo com a teoria de Ross (1977).

O nível de endividamento é um de muitos “sinais” que possibilitam aos investidores no mercado tomar as suas decisões sobre os negócios em que se envolvem.

A política de dividendos, também é usada como ferramenta de escolha por parte dos agentes externos, o que significa que o valor das empresas, varia conforme as políticas de dividendos adotadas. Isto deve-se ao facto, de que a maneira como ocorre a distribuição dos resultados de uma empresa (nomeadamente uma distribuição estável e constante), transmite a confiança do gestor na capacidade de criação de *cash-flow* e numa evolução favorável da situação financeira da empresa, o que leva os investidores a procurarem a empresa para melhor rentabilizarem o seu capital investido. No entanto, devemos também considerar, que caso ocorra uma retenção dos resultados (autofinanciamento), não significa que seja entendida negativamente por parte dos investidores, desde que seja transmitida a informação de quais os investimentos a efetuar e as expetativas de rendibilidade dos projetos a realizar. Isto porque, para os investidores, o importante não são só os dividendos, mas também a criação de *cash-flow* que possam gerar mais-valias futuras (Sousa e Padilha, 2014).

A assimetria da informação é também a base da teoria *Pecking Order* elaborada por Myers e Majluf (1984), que irá ser abordada a seguir.

2.8. Teoria Pecking Order

A teoria *Pecking Order*, ou teoria da hierarquização das fontes de capital, desenvolvida por Myers e Majluf (1984), vem afirmar que as empresas preferem se financiar com fundos gerados internamente (autofinanciamento/retenção de lucros) e só recorrem a financiamento externo (capital alheio) em segundo lugar, quando os fundos não forem suficientes para cobrir as necessidades de financiamento. Se ainda for necessário, emitem obrigações convertíveis, podendo, ainda em último caso, emitir novas ações.

Assim, esta teoria, assenta na ideia que a estrutura de capitais de uma empresa traduz-se numa hierarquia, estando em primeiro lugar os fundos gerados internamente, diminuindo assim os custos da informação assimétrica (Leland e Pyle, 1977; Leary e Roberts, 2005).

Apesar da teoria da Assimetria da Informação defender que, a utilização da dívida sinaliza os investidores externos que a empresa é de qualidade, enquanto o uso de capital próprio implica dificuldades financeiras, segundo a teoria da hierarquização das fontes de capital, existe uma relação negativa, entre o endividamento e a rendibilidade, sendo as empresas mais rentáveis, aquelas que menos recorrem ao endividamento. Ou seja, quanto maior for a rendibilidade da empresa, maior será a sua capacidade de autofinanciamento e, por conseguinte, menor a necessidade de endividamento. Assim, ao recorrer aos fundos gerados pela atividade em primeiro lugar, a empresa não estará a transmitir essas informações, diminuindo assim os custos e impactos associados. Para além disso, o autofinanciamento permite minimizar os custos de agência, visto que os gestores irão obrigatoriamente aplicar os *cash-flows* disponíveis na melhor alternativa de investimento (o que confere aos proprietários maior controlo) e minimiza os custos referentes ao endividamento (juros e custos de falência) e à emissão de ações (custo do capital próprio), que são fontes de financiamento que apenas são utilizadas em último caso. Deste modo, a teoria *Pecking Order* vai também contra a teoria de *Trade-off*, que defende a ideia de que uma estrutura de capital ideal deve ser alcançada com base no custo associado às fontes de financiamento.

Segundo Donaldson (1961), os gestores tendem a evitar recorrer a capital alheio, pois caso contrário estariam dependentes do mercado de capitais e mais expostos à atenção dos proprietários. Ao recorrerem exclusivamente ao autofinanciamento, os gestores evitam essas situações. Como já foi referido, caso seja necessário financiamento externo, estes optam pelo capital alheio relativamente à emissão de títulos, pois não implica tanta exposição ao público. Apesar desta teoria poder vir a explicar a hierarquização das fontes de capital, não implica que os gestores atuem no sentido de maximizar a riqueza dos proprietários, mas que se limitam a evitar a “sujeição” ao mercado de capitais.

Assim, as decisões relativas às fontes de financiamento nas empresas são tomadas segundo uma hierarquia de financiamento, estipulada pelos gestores. Isto também significa, que segundo esta teoria, as empresas com menor endividamento são consideradas empresas com qualidade, devido à sua capacidade de gerar fluxos de caixa suficientes que cobrem qualquer necessidade de financiamento, sendo a não utilização de capitais externos, uma preferência por parte dos gestores das empresas. Quanto maior for a rendibilidade da empresa, menor deverá ser o seu recurso à dívida, pois um aumento dos lucros retidos leva a uma maior capacidade de autofinanciamento.

2.9. Teoria baseada no Posicionamento Estratégico

São vários os estudos que tiveram como objetivo comprovar que as estratégias adotadas pelas empresas, têm influência na maneira como estas se financiam, destacando-se alguns autores como por exemplo Titman (1984), Titman e Wessels (1988), Maksimovic e Titman (1991), Harris e Raviv (1991), Balakrishnan e Fox (1993) e Arias *et al.* (2000).

Titman (1984), estudou qual a relação entre o endividamento e a estratégia empresarial, e verificou que as empresas, cujos produtos são reconhecidos pela sua singularidade e dificuldade de produção, apresentam menores níveis de endividamento. O autor justificou esta evidência, através da relação que estas empresas mantinham com os seus parceiros de negócio (clientes, fornecedores, trabalhadores, etc.). Devido à notoriedade dos produtos, maior era o número de interessados na atividade da empresa, o que levaria a uma posição de maior poder nos negócios e a uma maior capacidade de autofinanciamento. Para além disso, Maksimovic e Titman (1991) voltaram a confirmar esta ideia, explicando esta relação, através do facto, de as empresas com maior singularidade nos produtos, recorrerem menos à dívida, de modo a diminuírem o risco de falência e a manterem a sua reputação como produtoras de alta qualidade, e de confiança junto dos seus parceiros de negócio.

No entanto, Titman e Wessels (1988), verificaram uma relação oposta à anterior, em que as empresas, que produzem produtos singulares no mercado, têm níveis de endividamento altos, existindo, no entanto, uma relação positiva com a dimensão das empresas.

Harris e Raviv (1991), introduziram vários modelos, baseados na organização industrial, dividindo-os em duas categorias:

- Estudos que analisam a relação entre a estratégia de mercado adotada e a estrutura de capitais;
- Estudos que analisam a relação entre as características dos *inputs* (recursos necessários à atividade) com a estrutura de capitais.

Já Balakrishnan e Fox (1993), evidenciaram, também, a existência de uma relação entre a estratégia empresarial e a estrutura de capitais das empresas, a dois níveis:

- A estrutura de capitais influencia a estratégia a implementar, através dos recursos financeiros disponíveis, tipos de fontes de financiamento e custo de capital que as empresas podem negociar;
- A estratégia empresarial influencia a estrutura de capitais através dos tipos e montantes de investimentos a realizar.

Arias *et al.* (2000) verificaram, também, diversas relações entre as estratégias empresariais e as estruturas de capitais:

- Empresas com uma maior diversificação e diferenciação, têm menor risco financeiro e menor probabilidade de insolvência, facilitando a negociação de capital alheio, visto que os financiadores têm um maior incentivo para financiar a sua atividade;
- Empresas mais inovadoras, e com maiores investimentos em investigação e desenvolvimento (I&D), ou que tenham como hábito mudar os seus produtos ou processos de produção, apresentam prazos de retorno do investimento mais longos, aumentando assim o risco tanto para as próprias empresas, como para os credores, diminuindo o financiamento por parte destes;
- Empresas com ativos de produção de difícil substituição, também apresentam maior risco financeiro, e como tal, têm maior dificuldade para se endividarem, pois têm menor facilidade em apresentar garantias colaterais (ativos que são utilizados como garantia de pagamento da dívida, em caso de insolvência desta);
- Empresas com maior quota de mercado e maior rendibilidade, apresentam maior endividamento, visto que apresentam um menor risco do negócio.

Para além destes estudos, muitos outros foram desenvolvidos, de modo a explicar, como as estratégias afetam a estrutura de capital, ou vice-versa. Por exemplo, Sobreira *et al.* (2005) citado por Teixeira e Barros (2014), refere que em situações de oligopólio⁵, caso as

⁵ Estrutura de mercado de concorrência imperfeita, caracterizada pelo facto de o mercado ser controlado por um número reduzido de empresas, em que a alteração nas condições de atuação de uma empresa vai influenciar o desempenho de outras empresas no mercado.

empresas não tenham a certeza relativamente à procura de determinado produto, estas têm tendência a aumentar o endividamento, de modo a introduzirem preços mais altos e aumentarem o seu lucro.

Outras estratégias, nomeadamente as fusões e aquisições de empresas, são uma maneira de desenvolver os negócios destas, promovendo assim o seu crescimento, permitindo um melhor acesso aos mercados financeiros por apresentarem maiores garantias colaterais (Corrêa *et al.*, 2009).

Pode-se então concluir, que existe uma enorme variedade de relações possíveis entre a estrutura de capital das empresas e as suas estratégias adotadas, havendo uma influência mútua, o que leva a ter em conta vários fatores quando se trata de tomar a melhor decisão possível, tanto a nível estratégico, como a nível das fontes de financiamento.

2.10. Teoria do *Market Timing*

A teoria do *Market Timing* é uma linha de investigação bem mais recente que as teorias já aqui referidas e procura explicar a estrutura do capital das empresas, também de acordo com a existência de assimetrias de informação, visto que tende a beneficiar os atuais proprietários, em detrimento dos que virão a seguir. Esta teoria refere-se ao momento em que ocorre a emissão de títulos (ações) por parte da empresa e considera a existência de imperfeições e ineficiências como características do mercado. Deste modo, a empresa pode tirar partido de um momento favorável de sobreavaliação das suas ações, proporcionada pelas deficiências do mercado. Assim, esta teoria assenta na ideia de que a estrutura de capital das empresas resulta do acumular das várias tentativas passadas de aproveitar condições de sobreavaliação das suas ações (valor de mercado das empresas supera o seu valor contabilístico) pelos seus gestores, ocorrendo nesses casos, a emissão de títulos e, a aquisição em casos de subavaliação (valor de mercado das empresas é inferior ao seu valor contabilístico). Desta forma, os gestores avaliam as condições de mercado tanto da dívida, como das ações, optando pelas mais favoráveis. Isto quer dizer, que nos momentos de sobreavaliação das ações, a tendência será o financiamento pelo meio destas, através da sua

constante emissão e recompra, tendo em conta o seu valor em determinado momento, diminuindo assim o custo de capital (Lobão e Rodrigues, 2013).

Miglo (2010) defendeu que a emissão de títulos depende do desempenho do mercado, o que significa que quando houver um desempenho favorável as empresas emitem títulos. Tal, significa que se deve optar pela emissão apenas quando o retorno é elevado (cotações altas originam um maior encaixe financeiro na emissão).

O trabalho de Baker e Wurgler (2002) iniciou a teoria do *Market Timing* como uma explicação alternativa para a determinação da estrutura de capital das empresas, considerando que este é um importante aspeto sobre as decisões acerca da estrutura do capital. Os autores, analisaram no seu estudo o processo de emissão e reacquirição de títulos nas empresas e concluíram que existem evidências empíricas importantes, de que a teoria do *Market Timing* é bastante relevante na decisão dos gestores relativamente às estruturas de capital. Com este estudo, concluíram que o efeito de *Market Timing*, produz efeitos a longo prazo, o que quer dizer que quando o nível de endividamento é baixo, isto deve-se ao facto de o valor de mercado da empresa estar alto, verificando-se o oposto quando o valor de mercado se encontra baixo.

Isto pode ser evidenciado através da relação negativa que existe entre o rácio *Market-to-Book*⁶ e o rácio de alavancagem das empresas, na medida em que quando o valor de mercado das empresas supera o seu valor contabilístico, estas tendem a emitir novas ações – sobreavaliação, e quando o valor de mercado é inferior ao valor contabilístico, são mais propensas a emitir dívidas do que ações - subavaliação (Basso *et al.*, 2009).

Em conclusão, muitas têm sido as teorias que foram surgindo, e que tentaram explicar qual a melhor estrutura de capitais para as empresas, chegando-se a várias conclusões distintas.

Segundo Myers (2001), não existe uma teoria aceite universalmente acerca da estrutura de capitais e, provavelmente não existirá uma única que consiga explicar todos os fatores associados a tal decisão.

6 Relação entre o valor de uma empresa no mercado e o valor contabilístico (valor dentro da empresa).

Assim, apesar de não serem absolutas, estas teorias permitem ter uma noção dos vários fatores que influenciam a estrutura de capitais das empresas, visto que cada teoria está vinculada a determinadas situações, e não à generalidade das empresas. No entanto, para além da estrutura de capitais, há que ter também em conta a maturidade da dívida.

Inicialmente proposta como irrelevante por Stiglitz (1974), a maturidade da dívida tem sido alvo de várias teorias que expliquem as decisões por detrás desta.

Deste modo, tendo em conta a sua importância para o tema em questão, no ponto seguinte iremos abranger alguns dos determinantes da escolha das empresas sobre a estrutura da maturidade da dívida.

3. Teorias sobre a Maturidade da Dívida

Relativamente às decisões de financiamento que as empresas tomam, entre capital próprio e capital alheio, também se tem em consideração a maturidade da dívida, de modo a que a estrutura de capitais de uma empresa, se adeque aos seus objetivos.

Segundo Barclay e Smith (1995), existem vários fatores que influenciam a maturidade da dívida. Por exemplo, como já foi referido, a existência de custos de agência (monitorização, incentivo e perda residual), devido aos conflitos entre proprietários e credores, demonstra que um dos objetivos das organizações é diminuir esses, através de melhores contratos de financiamento (Marques e Correia, 2012). Antoniou *et al.* (2006), sugerem que a dívida a curto prazo oferece uma maior capacidade de monitorização aos credores, criando uma melhor relação com os gestores e uma maior facilidade de renovação dos contratos de dívida. Isto acontece, porque as empresas ao optarem por uma monitorização mais atenta e frequente, deverão escolher a dívida a curto prazo, pois criam uma maior proximidade entre os gestores e os credores (com o objetivo de haver uma constante renovação do contrato da dívida), concedendo aos credores, uma maior capacidade de controlo, em que estes poderão observar mais de perto, a situação da empresa relativamente ao pagamento da dívida.

No entanto, existem muitos outros fatores que definem a maturidade da dívida nas empresas, como por exemplo:

- Dimensão: as pequenas e médias empresas (PME's) têm características que as levam a recorrer a endividamento de curto prazo (Smith, 1986; Blackwell e Kidwell, 1988; Barclay e Smith, 1995), visto que têm uma menor notoriedade junto das instituições financeiras, detêm uma divulgação de informações financeiras menos fidedigna e uma maior instabilidade da rentabilidade, aumentando a dificuldade no acesso ao endividamento de médio e longo prazo. Para além disso, as PME's possuem normalmente ativos com menor maturidade (Scherr e Hulburt, 2001), o que significa que não possuem ativos que sirvam como garantia colateral (por exemplo, imóveis, terrenos, stocks e dívidas de terceiros) de dívida a longo prazo (Whited, 1992), com maior nível de risco e mais exigente relativamente às garantias a prestar;
- Ritmo de crescimento: as empresas que apresentam um maior ritmo de crescimento, têm maior necessidade de se endividar. No entanto, o financiamento de longo prazo, poderá originar uma diminuição do investimento por parte dos proprietários com capital próprio, de modo a aumentarem os seus lucros. Deste modo, existe a alternativa destas empresas se financiarem sucessivamente a curto prazo com remunerações inferiores (Myers, 1977; Johnson, 2003).
- Ativos colaterais: quanto mais ativos as empresas tiverem, que possam ser disponibilizados como garantias colaterais, maior a probabilidade de conseguirem obter financiamentos de médio e longo prazo (Korner, 2006). Isto porque, estando os financiamentos de médio e longo prazo, associados a uma maior probabilidade de incumprimento por parte das empresas, existe um maior grau de exigência nos requisitos de acesso a este tipo de endividamento, sendo algumas dessas exigências, a existência de garantias colaterais em caso de incumprimento da dívida. Como já foi referido, as PME's são empresas que geralmente não conseguem cumprir essas exigências.

A sinalização também é um fator importante, pois a maneira como a empresa é vista no mercado, influência o tipo de dívida a que as empresas vão recorrer. As empresas que são

reconhecidas como sendo de menor qualidade, recorrem mais ao endividamento de médio e longo prazo, pois os contratos de curto prazo podem não vir a ser renovados, enquanto as empresas reconhecidas como sendo de melhor qualidade, recorrem ao endividamento de curto prazo, de modo a darem um sinal positivo aos potenciais investidores sobre o futuro do negócio, demonstrando capacidade de renovação dos contratos (vai de acordo com a teoria da assimetria da informação em que o recurso à dívida perçeciona uma melhor imagem da empresa, pois prova que a empresa consegue solver as suas dívidas), permitindo ainda evitar os prémios de risco⁷ exigidos pelos investidores, que aumentam quanto maior for o risco da dívida (Flannery, 1986; Barclay e Smith, 1995; Stohs e Mouer, 1996; Ozkan, 2002).

As empresas com maior alavancagem, preferem a dívida a longo prazo de modo a reduzirem o risco de falência, teoria esta, defendida por Stohs e Mauer (1996), Scherr e Hulburt (2001) e Antoniou *et al.* (2006).

A nível de impostos, segundo Brick e Ravid (1985), apesar do equilíbrio entre benefícios fiscais e custos de falência, como já foi referido através da teoria do *Trade-off* (Kraus & Litzenberger, 1973), ser um fator a considerar na determinação da estrutura de capital, não se poderá dizer que o seja para a maturidade da dívida, sendo a presença de imperfeições na fiscalidade que determina a relevância da escolha da maturidade da dívida e não os impostos em si. Os autores, focaram-se no enquadramento de Stiglitz (1974) (demonstrara que a maturidade da dívida era irrelevante), introduzindo um ambiente caracterizado por imperfeições fiscais (modificações ao código tributário), criando um novo ambiente económico em que todas as decisões de financiamento são irrelevantes em virtude da ausência de impostos e custos de falência. No entanto, Kane *et al.* (1985), demonstraram que a maturidade da dívida aumenta à medida que os benefícios fiscais diminuem, os custos de emissão aumentam e a volatilidade do valor da empresa diminui. A relação negativa entre os benefícios fiscais e a maturidade da dívida, deve-se ao facto, que quando os benefícios fiscais são elevados, as empresas tendem a emitir endividamento de curto prazo porque não necessitam de custos financeiros tão elevados para tirar vantagens dos benefícios de impostos. Relativamente à volatilidade do valor, as empresas optam por maior maturidade de forma a evitar potenciais riscos de falência. O baixo risco leva os proprietários, a terem uma maior preocupação com a estrutura de capitais, levando-os a seleccionar uma dívida de

7 Diferença entre o rendimento de um investimento arriscado em comparação com um investimento seguro.

longo prazo, em vez de curto prazo, pois a volatilidade do valor da empresa faz com que os gestores tenham a necessidade de reequilibrar a estrutura de capitais da empresa com mais frequência.

Por fim, pode-se ainda referir o princípio financeiro do *matching* entre a maturidade do endividamento e o grau de liquidez dos ativos. Segundo este princípio, as empresas deveriam combinar a maturidade dos seus ativos com a maturidade dos seus passivos, no sentido de reduzir a exposição ao risco de liquidez (Morris, 1976; Stohs e Maurer, 1996). Este princípio assenta nos seguintes pressupostos:

- Se a maturidade das fontes de financiamento for inferior à liquidez dos ativos, será provável que os *cash-flows* gerados pelos ativos não sejam suficientes para solver as dívidas;
- Se a maturidade das fontes de financiamento for superior à liquidez dos ativos, será provável que após o fim do ciclo de vida destes, não voltem a haver *cash-flows* suficientes para solver as dívidas.

Assim, uma boa estratégia de modo a reduzir o risco, seria:

- Ativos fixos devem ser cobertos por fontes e financiamento de médio e longo prazo e capitais próprios;
- Ativos correntes (convertíveis em dinheiro no curto prazo, como por exemplo, caixa, banco, aplicações financeiras, dívidas de clientes, etc.), devem ser cobertos por financiamentos de curto prazo.

Pode-se, assim, concluir que são vários os fatores que condicionam a maturidade da dívida ideal para uma empresa, assim como são várias as teorias que tentam encontrar a correlação entre a maturidade e as diversas variáveis a ter em consideração ao optar-se por dívida a curto prazo ou a médio longo prazo. Tal, demonstra que à semelhança da estrutura de capitais, não existe uma teoria universal relativamente à maturidade da dívida.

4. Estudo Empírico

4.1. A Internacionalização das Empresas Portuguesas

Hoje em dia, o mundo é altamente globalizado, não existindo apenas um comércio exclusivo a cada país, mas sim uma dinâmica comercial internacional que provoca uma concorrência intensa entre os vários países de vários pontos do planeta. Posto isto, a internacionalização é um tema central para o desenvolvimento nas empresas portuguesas, sendo fundamental conhecer as variáveis que influenciam a sua capacidade para terem sucesso nos mercados internacionais

Tendo em consideração o RIEP 2016 (Ranking de Internacionalização das Empresas Portuguesas), fornecido pelo Indeg-ISCTE, em colaboração com o Núcleo de Estratégia e Negócios Internacionais da Fundação Dom Cabral e apoio institucional da AICEP, é possível ter uma noção da marca que Portugal tem deixado no mundo, através da distribuição geográfica das suas empresas, ao nível do investimento direto realizado no estrangeiro.

O RIEP 2016, abrange empresas portuguesas distribuídas por 81 países, entre os quais podemos destacar os seguintes:

- | | |
|-----------------------------|----------------------------|
| ➤ Espanha: 31 empresas; | ➤ Alemanha: 11 empresas; |
| ➤ Angola 28: empresas; | ➤ Cabo Verde: 11 empresas; |
| ➤ Brasil: 28 empresas; | ➤ México: 11 empresas; |
| ➤ Moçambique: 22 empresas; | ➤ EUA: 10 empresas; |
| ➤ Reino Unido: 18 empresas; | ➤ Polónia: 10 empresas. |
| ➤ França: 16 empresas; | |

Deste modo, segundo o RIEP 2016, das empresas portuguesas internacionalizadas, 78% encontra-se no continente europeu, devido principalmente à proximidade e ao facto de Portugal integrar a União Europeia, 57% no continente africano devido às relações com os PALOP (Países Africanos de Língua Oficial Portuguesa), e 50% na América do Sul devido à forte ligação histórica e linguística entre Portugal e o Brasil.

Outra informação que é importante referir, também fornecida pelo RIEP 2016, é que o Índice de transnacionalidade (mede o nível da internacionalização das empresas, tendo em conta as receitas obtidas, os ativos e os funcionários no estrangeiro) das empresas portuguesas aumentou de 29,5% em 2013, para 32,7% em 2015, o que demonstra que a influência da economia portuguesa tem vindo a evidenciar-se cada vez mais.

Assim, podemos confirmar, que as empresas portuguesas têm vindo a expandir-se cada vez mais além-fronteiras, demonstrando uma força competitiva, de adaptação e inserção.

Atualmente, Portugal é considerado o 48º país mais exportador, de acordo com a listagem de 2016 do *The World Factbook*.

Segundo o Jornal de Económico, numa publicação de 31 de maio de 2017, as empresas que mais exportaram no ano de 2016, foram:

- Petróleos de Portugal – Petrogal, S.A.: Empresa do grupo Galp, responsável pela refinação de petróleo bruto e seus derivados, pelo transporte, distribuição e comercialização dos combustíveis da petrolífera;
- *The Navigator Company*, S.A.: Marca herdeira do património do antigo grupo Portucel Soporcel, responsável pela produção de papel de impressão e escrita;
- Volkswagen Autoeuropa, Lda.: Uma das fábricas de produção automóvel do Grupo Volkswagen de origem alemã;
- Continental Mabor – Indústria de Pneus, S.A.: Grupo multinacional de fabrico de pneus;
- Bosch Car Multimédia Portugal, S.A.: Marca alemã, que desenvolve em Portugal produtos e soluções para entretenimento, navegação, telemática e de apoio à condução.

Ao nível da evolução das exportações, a tabela seguinte, demonstra a evolução das exportações (em euros) em Portugal desde o ano de 2010 até 2016 (os valores referentes a 2016 são preliminares), de acordo com as estatísticas fornecidas pelo INE⁸ (2017), sendo o valor total das exportações, dividido pelas seguintes origens de exportação: Portugal Continental, Regiões Autónomas dos Açores e da Madeira e Extra-Regio, que inclui dados para os quais não é possível dispor de informação sobre a localização da sede do operador,

⁸ Instituto Nacional de Estatística

nomeadamente operadores com NUTS⁹ desconhecida, estimativas das transações abaixo dos limiares de assimilação efetuadas nas estatísticas do Comércio Intra-EU (dentro da União Europeia) e dados sujeitos a segredo estatístico. Para além disso, dividiu-se Portugal Continental em várias regiões, que por sua vez, foram divididas em sub-regiões estatísticas, de acordo com o NUTS III (unidades de nível III).

Tabela 1- Evolução das exportações por local de origem

Localização geográfica (NUTS III)	Exportações de bens por Localização geográfica-Anual						
	Período de referência dos dados						
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
	€	€	€	€	€	€	€
Portugal	37.267.906.508	42.828.033.392	45.213.015.628	47.302.913.319	48.053.695.644	49.634.001.363	50.022.262.509
Continente	35.445.616.663	41.127.440.693	43.440.052.415	45.286.504.913	45.860.508.361	47.369.468.900	47.608.284.250
Norte	14.046.785.056	16.022.002.164	16.792.442.135	17.218.034.654	18.225.063.826	19.334.503.511	20.453.083.859
Minho-Lima	1.061.099.539	1.143.834.387	1.217.639.906	1.386.056.763	1.539.710.964	1.604.463.126	1.640.945.299
Cávado	1.501.848.512	1.737.681.513	1.621.428.980	1.610.703.873	1.683.313.485	1.806.186.308	2.083.703.373
Ave	3.313.665.593	3.690.543.000	3.882.537.484	4.144.855.606	4.399.605.703	4.679.831.097	4.924.074.765
Grande Porto	4.206.669.936	5.046.502.827	5.549.454.673	5.291.798.696	5.437.952.342	5.615.235.712	5.901.626.715
Tâmega	1.301.565.829	1.488.559.266	1.589.516.232	1.779.670.929	1.877.782.781	1.901.686.722	1.966.843.961
Entre Douro e Vouga	2.311.576.425	2.473.548.758	2.521.592.651	2.556.093.255	2.744.788.339	2.962.969.550	3.134.142.973
Douro	55.952.632	61.910.152	75.003.055	85.992.852	95.533.203	103.467.613	106.400.384
Alto Trás-os-Montes	292.220.838	379.422.261	335.269.154	362.862.680	446.377.009	660.663.383	695.346.389
Centro	7.832.891.194	8.261.126.670	8.627.623.142	8.910.975.501	9.251.960.636	10.975.736.171	11.109.760.983
Baixo Vouga	2.583.323.130	2.835.408.463	3.075.355.468	2.992.216.081	3.102.669.599	3.210.866.733	3.291.657.951
Baixo Mondego	1.238.890.029	908.139.982	785.324.780	830.150.246	841.838.567	928.613.236	913.604.789
Pinhal Litoral	951.760.659	1.059.139.720	1.180.368.271	1.277.513.042	1.334.342.327	1.406.179.524	1.480.260.200
Pinhal Interior Norte	197.146.954	243.193.505	270.467.557	278.327.994	289.655.866	327.481.505	325.075.617
Dão-Lafões	1.068.420.503	1.123.592.963	1.106.435.659	1.266.132.151	1.271.945.430	1.226.432.022	1.252.255.471
Pinhal Interior Sul	28.366.503	32.697.213	34.873.815	33.278.818	38.221.812	41.086.601	33.610.494
Serra da Estrela	18.750.025	19.442.197	23.374.022	25.654.044	27.651.507	31.888.406	29.736.217
Beira Interior Norte	173.720.916	215.567.101	196.934.767	236.995.724	242.859.118	276.524.500	240.720.377
Beira Interior Sul	122.646.267	108.785.905	133.262.810	137.720.839	136.866.192	1.469.562.479	1.449.285.164
Cova da Beira	166.733.444	200.028.001	211.248.402	208.372.133	218.932.679	203.252.085	205.882.870
Oeste	721.036.349	857.104.481	917.413.730	939.937.708	1.023.476.666	1.066.203.621	1.072.199.884
Médio Tejo	559.120.070	658.027.139	692.563.861	684.676.721	723.500.873	787.645.459	815.471.949
Lisboa	11.153.492.759	14.039.612.802	15.143.773.958	16.160.685.365	15.364.478.760	13.934.333.511	12.928.772.416
Grande Lisboa	7.721.297.204	9.100.066.443	10.643.585.462	11.672.446.900	10.812.228.655	10.430.566.613	9.661.881.116
Península de Setúbal	3.432.195.555	4.939.546.359	4.500.188.496	4.488.238.465	4.552.250.105	3.503.766.898	3.266.891.300
Alentejo	2.266.227.001	2.665.284.194	2.735.571.880	2.858.569.240	2.877.370.681	2.979.146.755	2.956.482.302
Alentejo Litoral	685.174.315	858.460.312	593.842.158	642.410.218	722.984.863	689.127.590	704.354.493
Alto Alentejo	161.756.954	175.532.746	408.549.643	441.930.949	283.092.387	288.708.038	289.975.867
Alentejo Central	396.590.275	427.761.106	448.854.997	462.800.883	492.418.382	541.120.659	553.825.484
Baixo Alentejo	434.199.785	519.277.311	535.794.380	530.198.123	563.898.618	597.729.501	553.661.391
Lezíria do Tejo	588.505.672	684.252.719	748.530.702	781.229.067	814.976.431	862.460.967	854.665.067
Algarve	130.289.619	139.414.863	140.641.300	138.240.153	141.634.458	145.748.952	160.184.690
Região Autónoma dos Açores	83.081.954	117.116.202	109.669.939	124.443.106	95.367.751	104.009.519	83.804.328
Região Autónoma da Madeira	58.353.449	62.328.135	145.059.439	83.543.016	125.772.134	110.593.996	95.469.581
Extra-Regio	1.680.854.442	1.521.148.362	1.518.233.835	1.808.422.284	1.972.047.398	2.049.928.948	2.234.704.350

Fonte: Adaptado de INE, 2017

Como podemos ver pela tabela anterior, houve um aumento constante nas exportações de 2010 a 2016, a nível continental, nomeadamente no Norte e no Centro do país, enquanto que na zona de Lisboa se nota um decréscimo desde 2013. No Alentejo existe um pequeno

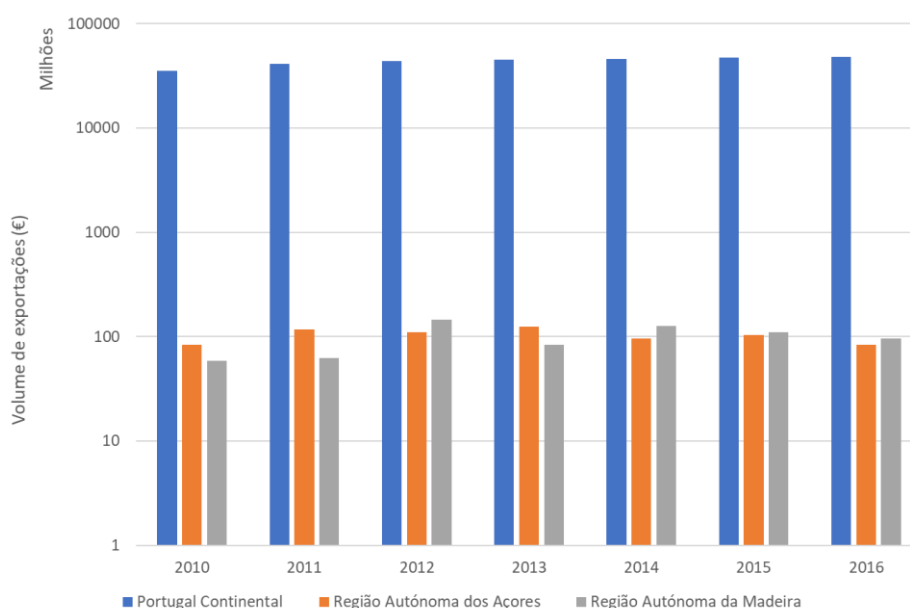
⁹ Nomenclatura de Unidades Territoriais para Fins Estatísticos

decréscimo de 2015 para 2016 e no Algarve aumentaram até 2012, voltando a aumentar de 2014 a 2016. Podemos assim concluir, que apesar de existirem variações negativas da faturação no setor exportador em determinadas zonas do país, estas não são suficientes para por em causa o crescimento acentuado da faturação a nível continental.

Enquanto isso, nos Açores existe uma variação instável (com períodos onde as exportações aumentaram e outros onde diminuíram) ao longo dos anos, assim como sucede com a Região Autónoma da Madeira. Relativamente ao Extra-Regio, diminui desde 2010 até 2012 e voltou a subir até 2016. Estas variações ao nível das regiões autónomas e do Extra-Regio, foram insignificantes, comparativamente às subidas do nível de exportação de Portugal continental, visto que a nível global, o volume das exportações aumentou sempre ao longo dos anos em análise.

Para além da tabela, podemos ainda complementar a informação disponível, através do seguinte gráfico:

Gráfico 2-Evolução do volume de exportações por região- Anual



Fonte: Elaborado pelo autor, 2017

Através do gráfico, é possível ter-se uma melhor perceção da variação das exportações ao longo dos anos em análise, nomeadamente ao nível de Portugal continental, Região Autónoma dos Açores e Madeira.

Ao analisarmos as exportações a nível global, podemos ver que o incremento das exportações foi sendo positivo, embora a sua taxa de crescimento tenha desacelerado ao longo dos anos.

Tabela 2-Aumento das exportações a nível global

Período de referência dos dados	Aumento das exportações a nível nacional-Anual
	%
2010-2011	13,0%
2011-2012	5,3%
2012-2013	4,4%
2013-2014	1,6%
2014-2015	3,2%
2015-2016	0,8%

Fonte: Elaborado pelo autor, 2017

Uma segunda análise feita, foi a de quais os principais países para os quais Portugal exporta. Para esta análise, mais uma vez utilizaram-se dados retirados do INE (2017), referentes aos anos de 2013 a 2015.

Tabela 3-Principais destinos das exportações portuguesas

Local de destino	Exportações (€ e %) de bens por Principais locais de destino - Anual					
	Período de referência dos dados					
	2013		2014		2015	
	€	%	€	%	€	%
Angola	3.112.687.722	6,6%	3.177.938.336	6,6%	2.099.058.952	4,2%
Bélgica	1.343.284.623	2,8%	1.303.296.000	2,7%	1.134.083.356	2,3%
Brasil	738.945.642	1,6%	638.568.090	1,3%	568.772.821	1,1%
China	657.484.420	1,4%	839.714.326	1,7%	838.723.451	1,7%
Alemanha	5.508.688.397	11,6%	5.618.419.050	11,7%	5.883.117.818	11,9%
Espanha	11.176.718.813	23,6%	11.284.010.333	23,5%	12.478.189.617	25,1%
França	5.496.751.571	11,6%	5.658.613.493	11,8%	6.034.066.864	12,2%
Reino Unido	2.612.562.583	5,5%	2.943.891.123	6,1%	3.355.790.891	6,8%
Itália	1.564.825.975	3,3%	1.539.196.700	3,2%	1.585.909.481	3,2%
Países Baixos	1.892.131.024	4,0%	1.908.771.614	4,0%	1.988.742.426	4,0%
Estados Unidos	1.997.743.109	4,2%	2.110.727.326	4,4%	2.566.672.030	5,2%

Fonte: Adaptado de INE, 2017

Como podemos ver pela tabela anterior, o país para o qual Portugal mais exporta, é a Espanha, seguindo-se a França e a Alemanha. Estes são os três países que mais importam produtos provenientes de Portugal demonstrando, em conjunto, percentagens muito elevadas

comparativamente aos restantes países da tabela, aproximadamente 46,9% do total de exportações portuguesas em 2013, 46,9% em 2014 e 49,2% em 2015.

Uma terceira análise, foca-se nos tipos de produtos que são exportados por Portugal.

A seguinte tabela, mostra os vários produtos exportados por Portugal, tendo em conta o seu valor monetário e o seu peso no total anual de exportações. Mais uma vez, os anos em análise serão de 2013 a 2015 e os dados observados foram retirados do INE (2017).

Tabela 4-Principais produtos exportados por Portugal

Tipo de bem, produto por atividade (CPA 2008)	Exportações (€ e %) por Tipo de bem, produto por atividade (CPA 2008) e Atividade económica (CAE Rev. 3) - Anual					
	Atividade económica (CAE Rev. 3)					
	Período de referência dos dados					
	2013		2014		2015	
	€	%	€	%	€	%
Produtos alimentares	2.956.360.049	6,2%	2.986.967.469	6,2%	3.094.885.289	6,2%
Artigos de vestuário	2.504.664.955	5,3%	2.743.840.424	5,7%	2.825.443.624	5,7%
Papel e cartão e seus artigos	2.190.949.738	4,6%	2.192.877.309	4,6%	2.371.350.612	4,8%
Coque e produtos petrolíferos refinados	4.515.874.781	9,5%	3.620.596.478	7,5%	3.496.242.209	7,0%
Produtos químicos	2.903.395.509	6,1%	2.784.043.101	5,8%	2.705.223.856	5,5%
Artigos de borracha e de matérias plásticas	2.452.497.129	5,2%	2.580.365.248	5,4%	2.786.358.625	5,6%
Produtos metálicos transformados, excepto máquinas e equipamento	2.541.025.801	5,4%	2.635.000.611	5,5%	2.668.882.648	5,4%
Equipamento eléctrico	2.522.512.135	5,3%	2.547.775.660	5,3%	2.644.292.262	5,3%
Máquinas e equipamentos, n.e.	2.084.189.322	4,4%	2.183.667.088	4,5%	2.152.571.420	4,3%
Veículos automóveis, reboques e semi-reboques	4.683.057.379	9,9%	4.869.556.574	10,1%	5.315.227.689	10,7%

Fonte: Adaptado de INE, 2017

Como se pode observar, dos dez tipos de produto mais exportados, destacam-se, os veículos automóveis, reboques e semirreboques, coque e produtos petrolíferos refinados, devido à maior percentagem de exportação.

Apesar das variações ao longo dos anos, estes produtos continuaram a ser os dez mais exportados neste período em análise. Estes tipos de produtos correspondem aproximadamente a 61,9% do total de exportações portuguesas em 2013, 60,6% em 2014 e 60,5% em 2015. No entanto, as exportações totais têm aumentado ao longo dos anos, como já foi referido anteriormente.

Por fim, irá avaliar-se o peso das exportações em Portugal, relativamente ao seu PIB¹⁰ (Produto Interno Bruto).

A seguinte tabela, mostra os valores referentes ao PIB português nos anos de 2013 a 2016 (dados fornecidos pela Eurostat e divulgados pela Pordata), os respetivos volumes de exportação e o peso destes em percentagem.

Tabela 5-PIB vs. Exportações

Período de referência dos dados	Exportações (€)	PIB (€)	%
2013	47.302.913.319	170.269.300.000	27,8%
2014	48.053.695.644	173.079.100.000	27,8%
2015	49.634.001.363	179.504.300.000	27,7%
2016	50.022.262.509	184.931.100.000	27,0%

Fonte: Adaptado de Pordata (2017)

Tendo em conta a tabela anterior, é possível ver como as exportações portuguesas, representam uma percentagem considerável do PIB do país, com quase 30% deste. Pode-se também referir, que este peso se tem mantido constante ao longo dos anos em análise. Isto significa, que apesar do PIB ter aumentado ao longo destes quatro anos, o nível de exportações tem aumentado de maneira a conseguir manter a sua importância e contribuição para o PIB português.

Pode-se então concluir, que o setor exportador é fundamental na evolução sustentável da economia portuguesa.

¹⁰ Representa o conjunto de todos os bens e serviços (em valores monetários), produzidos em determinada região.

4.2. Objetivos do estudo

Este estudo, tem como principal objetivo evidenciar as variáveis que condicionam a estrutura financeira das empresas do setor exportador em Portugal, ou seja, avaliar quais as variáveis que influenciam a forma como estas empresas se financiam.

Como já foi visto anteriormente, existem diversas teorias relativamente à temática da estrutura financeira das empresas, que têm vindo a ser desenvolvidas ao longo do tempo. Deste modo, pretende-se com este estudo, averiguar se estas teorias se comprovam nas empresas do setor exportador, tendo em conta:

- O efeito de alavancagem financeira, de acordo com os trabalhos de Modigliani e Miller, e a sua influência na decisão das estruturas de capital;
- O efeito fiscal a obter com o financiamento, assim como com os outros benefícios fiscais possíveis associados a amortizações e depreciações;
- O risco e os custos associados à possibilidade de falência na forma como podem condicionar a estrutura de financiamento;
- Os custos de agência e mais concretamente a notoriedade e a especificidade dos ativos e a sua influência na estrutura financeira;
- A assimetria da informação e como esta promove a hierarquização das fontes de financiamento;
- A estratégia implementada pelas empresas e os recursos utilizados na atividade e o seu impacto na estrutura financeira.

É de referir, que as várias teorias estudadas na revisão de literatura, foram abrangidas nestes objetivos, com exceção da teoria relacionada com o *Market Timing*, pois é apenas aplicável, sobretudo, em empresas cotadas, que em Portugal têm um peso muito residual, e que na maioria dos casos não fazem parte da nossa amostra.

4.3. Hipóteses de Investigação e Variáveis a Utilizadas

Tendo em conta a revisão de literatura e os objetivos definidos, foram estabelecidas várias hipóteses de investigação, que visam identificar alguns dos determinantes da estrutura de capitais das empresas do setor exportador em Portugal.

4.3.1. O Efeito de Alavanca Financeiro de Modigliani e Miller (EAF)

$$\text{EAF} = \text{ROI} - \text{Custo Financeiro} \quad (7)$$

Segundo Modigliani e Miller (1958), as empresas podem preservar a rendibilidade dos proprietários, através do efeito de alavanca financeiro, recorrendo mais a capital alheio. Isto quer dizer, que desde que sejam gerados excedentes com uma rendibilidade superior aos custos financeiros, os gestores devem optar por financiamentos externos, pois assim diminuem o investimento de capital por parte dos proprietários.

Para determinação do ROI - *Return On Investment*, teve-se em consideração, o ativo líquido e os resultados operacionais que representam os fluxos gerados pelo negócio (Neves, 2012). O custo de financiamento, foi determinado pela relação entre os custos e perdas financeiras e o passivo.

Deste modo, a primeira hipótese a considerar para esta investigação, relaciona o ROI, com o custo de financiamento das empresas do setor exportador. Assim, temos a seguinte hipótese:

Hipótese 1: *Quanto maior for a diferença entre a rendibilidade gerada e o custo de financiamento, maior é o peso do passivo nas fontes de financiamento.*

4.3.2. Teoria *Trade-off* e o Efeito Fiscal

No âmbito do efeito fiscal, vamos considerar duas variáveis independentes: a taxa efetiva de imposto e os outros benefícios fiscais.

4.3.2.1. Taxa Efetiva de Imposto (TEI)

$$TEI = \text{Imposto Sobre o Rendimento (IRC)} / (\text{Resultado Líquido} + \text{IRC}) \quad (8)$$

Segundo Haugen e Senbet (1988), existe uma relação entre esta variável e a teoria do *Trade-off*. Segundo os autores, a variável taxa de imposto sobre o rendimento e o rácio de endividamento, encontram-se positivamente interligados, visto que ao se deduzir os juros fiscalmente, existe um maior incentivo para se recorrer a mais capital alheio. No entanto, pode também existir uma relação negativa entre as variáveis, pois altas taxas de imposto, podem levar a uma diminuição dos fundos internos e a um aumento do custo de capital, diminuindo o endividamento. Esta variável pode ser calculada com base no imposto sobre o rendimento a dividir pelo resultado líquido mais IRC. Porém, a relação positiva entre as variáveis tem vindo a ser confirmada por vários autores, como é o caso de Booth *et al.* (2001). Assim, a hipótese a testar é a seguinte:

Hipótese 2: A taxa efetiva de imposto apresenta uma relação positiva com o nível de endividamento.

4.3.2.2. Outros Benefícios Fiscais (OBF) que não o de Endividamento

$$OBF = \text{Log (amortizações e depreciações do Exercício)} \quad (9)$$

Segundo DeAngelo e Masulis (1980), existe uma relação negativa entre esta variável e o rácio de endividamento. Para calcular esta variável, optámos por calcular o logaritmo dos custos não desembolsáveis, de modo a não se condicionar os resultados da investigação, visto que grande parte das restantes variáveis a estudar têm valores percentuais, o que implica, que sejam bastante inferiores aos valores absolutos das rubricas de custos consideradas.

Outros trabalhos como o de Kim e Sorensen (1986) e Bontempi (2002), vão de acordo com a hipótese de DeAngelo e Masulis (1980). No entanto, trabalhos como os de Friend e Lang (1988) e Michaelas *et al.* (1999), afirmam que existe um efeito positivo entre a variável OBF e o rácio de endividamento.

Deste modo, seguindo o pressuposto que a decisão de financiamento depende do efeito fiscal a obter, iremos considerar que um aumento dos custos não desembolsáveis (amortizações e depreciações) aceites pelo fisco, irá diminuir a tendência da empresa para o endividamento, uma vez que este não será essencial para a obtenção de economias fiscais. A hipótese a testar é a seguinte:

Hipótese 3: *O nível de endividamento da empresa está negativamente associado com outros benefícios fiscais que não o de endividamento.*

4.3.3. Teoria *Trade-off* e os Custos de Falência

No âmbito dos custos de falência, vamos considerar quatro variáveis independentes: o custo de financiamento, o risco do negócio, a dimensão e o peso dos ativos tangíveis.

3.3.3.1. Custo de Financiamento (CF)

$$CF = \text{Custos Financeiros} / \text{Passivo} \quad (10)$$

A teoria do *Trade-off*, defende a existência de uma estrutura ótima de capitais, havendo um equilíbrio entre o nível de endividamento e o aumento do valor da empresa. No entanto, a partir de certo nível de endividamento, a rentabilidade dos proprietários diminui, pois há um aumento de risco financeiro, refletindo-se esse facto nos custos do capital alheio, através dos custos de falência, que à medida que aumentam, reduzem a rentabilidade a gerar para os proprietários. Assim, a hipótese de investigação seguinte pretende relacionar o peso do passivo com os custos financeiros, evidenciando que quanto maiores forem estes, maior deverá ser o nível de endividamento (Myers, 1984).

Hipótese 4: *Quanto maior for o custo financeiro, maior é o peso do passivo no financiamento da atividade.*

4.3.3.2. Risco do Negócio (RN)

$$R.N = \text{Coeficiente de Variação de Pearson do VN} = \frac{\text{Desvio Padrão do VN}}{\text{Média do VN}} \quad (11)$$

Relativamente à variável risco de negócio, os estudos realizados apresentam conclusões divergentes para a sua relação com o rácio de endividamento. Uma das razões para tal incerteza, deve-se ao facto de o risco não ser facilmente medido. Assim, iremos utilizar o coeficiente de variação de Pearson do volume de negócios (Kim e Sorensen, 1986) dado pelo rácio entre o desvio padrão do volume de negócios sobre a média do volume de negócios. A teoria do *Trade-off* sugere, que quanto maior o risco de uma empresa, menor a probabilidade de esta recorrer ao endividamento, devido à maior probabilidade de insolvência.

Os estudos de Kim e Sorensen (1986) e Michaelas *et al.* (1999) demonstram que existe uma relação positiva entre risco e o rácio de endividamento. No entanto, como já foi referido, existem estudos como os de Bradley *et al.* (1984), Friend e Lang (1988), Chung (1993), Cassar e Holmes (2003), Nivorozhkin (2003), entre outros, que apontam para uma relação negativa.

Já nos estudos de Kester (1986), Titman e Wessels (1988), Gardner e Trzcinka (1992), Boyle e Eckhold (1997) e Deesomsak *et al.* (2004), não foi encontrada relação entre o risco e o rácio de endividamento.

Deste modo, espera-se que as empresas com maior risco, apresentem menores níveis de endividamento. Assim, a hipótese a testar é a seguinte:

Hipótese 5: *O nível de endividamento da empresa está negativamente associado com o risco/incerteza dos seus resultados.*

4.3.3.3. Dimensão (DIM)

$$\text{DIM} = \text{Logaritmo do volume de negócios} \quad (12)$$

A dimensão da empresa tem sido mencionada pela teoria do *Trade-off* como um fator a ter em conta nas decisões referentes à estrutura de capitais, visto que as empresas de maior dimensão possuem maior capacidade para fornecer garantias reais, e menor probabilidade de incorrer em custos de insolvência. Deste modo, as empresas de maior dimensão usufruem de maior capacidade de obtenção de recursos, por intermédio de capitais externos (Teixeira e Parreira, 2012).

A variável dimensão é muitas vezes medida pelo logaritmo do ativo total líquido ou do volume de negócios e normalmente os estudos determinam uma relação positiva entre o endividamento e a dimensão (Lowe *et al.*, 1994; Homaifar *et al.*, 1994; Barclay e Smith, 1995; Rajan e Zingales, 1995; Jong e Veld, 2001; Goyal *et al.*, 2002; Cassar e Holmes, 2003; Frank e Goyal, 2003; Deesomsak *et al.*, 2004).

Neste estudo, iremos utilizar o logaritmo do volume de negócios, uma vez que é esta a variável que estamos a ter também como referência para determinar o nível da internacionalização das empresas.

Apesar de os estudos de Titman e Wessels (1988), Munro (1996) e Frank e Goyal (2003), apresentarem uma relação negativa entre a dimensão e o endividamento, pretendemos demonstrar que nas empresas do setor exportador, a dimensão é um fator que condiciona positivamente o nível de endividamento. A hipótese a testar é a seguinte:

Hipótese 6: *A dimensão da empresa está positivamente relacionada com o nível de endividamento.*

4.3.3.4. Capacidade para Prestar Garantias Colaterais (GC)

$$GC = \text{Ativo Tangível Líquido} / \text{Ativo Total Líquido} \quad (13)$$

A composição do ativo das empresas é um fator importante, pois representa o efeito do valor colateral dos bens e direitos para conseguir endividamento. Isto significa, que quanto maior for o valor dos ativos a serem apresentados como garantias colaterais, maior é a capacidade de endividamento.

Deste modo, espera-se que a relação entre o valor dos ativos colaterais e o rácio de endividamento seja positiva. Para provar este facto, os estudos recorrem normalmente ao rácio do ativo tangível líquido sobre o ativo total líquido (Rajan e Zingales, 1995; Augusto, 2006).

Também se pode referir, que nos estudos se tem utilizado esta variável, de modo a testar a *Pecking Order*, tendo-se em conta, que devido à assimetria da informação, os

credores têm menos dificuldades em atribuírem valor aos ativos tangíveis, potenciado o endividamento das empresas.

Segundo Jensen e Meckling (1976), o peso dos ativos colaterais está também ligado à teoria da agência, e os conflitos de interesses entre proprietários e credores podem conduzir a decisões de investimento que prejudicam a empresa. Isto quer dizer, que o facto de haverem ativos como garantia colateral, aumenta a probabilidade de a empresa optar pela dívida, e diminui os custos associados à vigilância e controlo da gestão.

Grande parte dos estudos analisados, destacando-se, Chung (1993), Rajan e Zingales (1995), Michaelas *et al.* (1999), Bontempi (2002), Pittman (2002), Cassar e Holmes (2003) e Frank e Goyal (2003), encontraram uma relação positiva entre o peso dos ativos tangíveis e o rácio de endividamento. Em sentido oposto, apenas o estudo Nivorozhkin (2003) encontrou uma relação negativa entre a composição do ativo e o rácio de endividamento.

Assim, a hipótese a testar é a seguinte:

Hipótese 7: *O nível dos ativos tangíveis está positivamente relacionado com o nível de endividamento.*

4.3.4. Teoria dos custos de Agência

4.3.4.1. Reputação (REP)

$$\text{REP} = \text{Número de Anos de Atividade} \quad (14)$$

Tendo em conta a teoria dos custos de agência, a variável reputação é entendida como a imagem que a empresa transmite para o mercado, relativamente ao cumprimento das suas obrigações. Alguns autores, defendem que reputação é um ativo valioso na resolução de conflitos (Diamond, 1989; Ang 1991). Por exemplo, segundo Diamond (1989), nas organizações com maior reputação, existe uma maior preocupação por parte dos gestores com a imagem. Para além disso, as decisões de financiamento são alvo de uma maior reflexão, tendo-se em consideração projetos mais seguros em detrimento de projetos mais arriscados, preservando-se assim a imagem alcançada. Para se medir a reputação, iremos utilizar o número de anos de vida de uma empresa, à semelhança da maioria dos estudos (Diamond, 1989; Ang, 1991; Vilabella e Silvosa, 1997), visto que, a longevidade das

organizações pode ser um indicador da imagem que estas têm vindo a construir ao longo do tempo. Esta ideia, assenta no facto, de que uma empresa que sobreviva muitos anos, ultrapassando diversas crises, será uma empresa com grande capacidade de solvência dos seus compromissos, transmitindo uma imagem positiva perante os credores, que possibilitam o acesso ao financiamento externo e diminuindo, por exemplo, os potenciais conflitos entre gestores, proprietários e credores. Deste modo, espera-se que haja uma relação positiva entre a variável reputação, e o endividamento total (Booth *et al.* 2001). Assim, a hipótese a testar é a seguinte:

Hipótese 8: *O nível de endividamento da empresa está positivamente associado com a sua reputação perante o mercado.*

4.3.4.2. Especificidade dos Ativos – Ativos Intangíveis (AI)

$$AI = \text{Ativo Intangíveis} / \text{Ativo Total Líquido} \quad (15)$$

Segundo Balakrishnan e Fox (1993), existe uma relação negativa entre os ativos intangíveis e o rácio de endividamento, estabelecendo-se assim uma ligação entre esta variável e a teoria da agência. De acordo com os autores, a especificidade dos ativos origina problemas a nível do financiamento externo, pois devido às suas características únicas, podem ser difíceis de se aplicarem noutros negócios, e de servirem como garantias colaterais.

Esta variável pode ser estudada segundo duas fórmulas: através do ativo intangível sobre o ativo total líquido e através do investimento em investigação e desenvolvimento sobre o ativo. Relativamente à segunda fórmula descrita, autores como Jordan *et al.* (1998), defendem que pode ser associada ao fator inovação das empresas. Nesse sentido, afirmam, que empresas que apostam na inovação e desenvolvimento, tendem a apresentar menos capital alheio na sua estrutura de financiamento.

No entanto, muitas empresas optam por considerar o custo da investigação e desenvolvimento em custos correntes do exercício em benefício da sua capitalização nos ativos fixos, tornando assim difícil identificar este custo na contabilidade dessas empresas. Assim, para se estimar a especificidade dos recursos utilizados na atividade, trabalhamos com o peso dos ativos intangíveis no ativo total.

Grande parte dos estudos analisados, realçando-se por exemplo, Williamson (1988), Titman e Wessels (1988) e Alonso (2000), afirmam que a posse de ativos específicos está relacionada negativamente com o rácio de endividamento. Em sentido oposto, encontra-se o estudo de Myers (1977), que defende uma relação positiva entre estas variáveis.

Como tal, temos a seguinte hipótese de investigação:

Hipótese 9: *A especificidade dos ativos intangíveis apresenta uma relação negativa com o nível de endividamento.*

4.3.5. Teoria da Assimetria da Informação (Teoria *Pecking Order*)

4.3.5.1. Rendibilidade (*REND*)

$$\text{REND} = \text{Resultados Operacionais} / \text{Ativo Total Líquido} \quad (16)$$

Verifica-se que existem duas correntes que estabelecem relações distintas entre a rendibilidade e o endividamento. Numa perspetiva de sinalização, Ross (1977) defende que existe uma relação positiva entre as variáveis. Isto porque, um aumento do rácio de endividamento, pode sinalizar positivamente o mercado, pois prova que as empresas em questão possuem uma gestão financeira adequada. Esta sinalização poderá trazer inúmeros benefícios, como por exemplo, melhores condições de endividamento.

Na ótica da teoria da *Pecking Order*, Myers (1984) estabelece uma relação negativa, pois afirma, que as empresas que menos recorrem ao endividamento, são as mais rentáveis, pois recorrem ao autofinanciamento, estabelecendo-se assim uma ligação positiva entre a capacidade de autofinanciamento da empresa e a sua rendibilidade.

Neste estudo, a rendibilidade vai ser avaliada tendo em conta um rácio muito utilizado neste tipo de estudos (Arias, *et al.* 2000; Bevan e Danbolt, 2002; Bougatef e Chichti, 2010): resultados operacionais sobre o ativo total líquido (ROI).

Grande parte dos estudos encontrados apresentam uma relação negativa entre o rácio da rendibilidade e o rácio do endividamento. São os casos dos trabalhos de Kim e Sorensen (1986), Baskin (1989), Chung (1993), Rajan e Zingales (1995), Michaelas *et al.* (1999),

Hovakimian *et al.* (2001), Goyal *et al.* (2002), Bevan e Danbolt (2002), Cassar e Holmes (2003), Frank e Goyal (2003) e Nivorozhkin (2003).

Apresentando uma relação inversa entre o rácio de endividamento e a rendibilidade, verificou-se o estudo de Pittman (2002). Assim, a hipótese a testar é a seguinte:

Hipótese 10: *O nível de endividamento da empresa está negativamente associado com o seu nível de rendibilidade.*

4.3.5.2. O Nível de Crescimento da Atividade (CRESC)

$$\text{CRESC} = \text{Taxa de Crescimento Anual do Ativo Total Líquido} \quad (17)$$

Segundo Baskin (1989), existe uma relação entre esta variável e a teoria da *Pecking Order*.

O crescimento da empresa, relaciona-se, com o aumento do investimento, que necessita ser financiado, o que significa que se as necessidades não forem completamente cobertas pelos fundos internos, há necessidade de se recorrer a capital alheio, o que significa que existe uma relação positiva entre o ritmo de crescimento e o nível de endividamento.

Para o estudo desta variável, normalmente utiliza-se a taxa de crescimento do ativo, (Hall e Hutchinson, 2000; Gama, 2000). Foi evidenciado nos estudos de Baskin (1989), Michaelas *et al.* (1999), Gama, 2000, Goyal *et al.* (2002) e Cassar e Holmes (2003), que existe uma relação positiva entre o rácio de endividamento e a taxa de crescimento. Porém, noutros estudos, como é o caso de Gardner e Trzcinka (1992), Mehram (1992), Chung (1993), foram encontrados resultados de relação negativa entre endividamento e a taxa de crescimento. Assim, a hipótese a testar é a seguinte:

Hipótese 11: *O nível de endividamento da empresa está positivamente associado com o seu nível de crescimento.*

4.3.6. Teoria do Posicionamento Estratégico

4.3.6.1. Setor de Atividade (SA)

SA = Variável nominal (0 e 1) que enquadra as empresas nas diferentes atividades consideradas (18)

Segundo Brailsford *et al.* (2002), é possível relacionar esta variável com a teoria do posicionamento estratégico. Isto porque, os autores afirmam, que o setor de atividade é um importante determinante da estrutura de capitais das empresas, pois estas, enfrentam as mesmas condições de mercado e possuem características de risco parecidas, visto que a tendência, é as empresas seguirem os mesmos comportamentos estratégicos que as suas concorrentes. Deste modo, empresas da mesma indústria, terão rácios de endividamento parecidos, devido ao nível de risco semelhante, os mesmos custos, mesma tecnologia e regulamentação.

Segundo Titman e Wessels (1988), existe uma relação negativa entre o rácio de endividamento nas indústrias com fatores muito específicos de produção, pois estas possuem custos de liquidação mais elevados e menor capacidade para apresentarem garantias colaterais. Deste modo, recorrem menos a capital alheio. Esta conclusão vai ao encontro da teoria dos custos de transação (Williamson, 1988), na qual o autor afirma, que os ativos mais genéricos, são financiados por capitais externos, enquanto os mais específicos, tendem a ser financiados por capitais próprios (melhor controlo por parte dos proprietários).

Outros estudos como o de Bowen *et al.* (1982), Bradley *et al.* (1984), Shenoy e Koch (1996) e Michaelas *et al.* (1999), identificaram uma desigualdade estatística significativamente relevante entre os níveis médios de endividamento entre diferentes setores de atividade.

Como o setor exportador contém diversas indústrias, iremos utilizar uma variável nominal constituída pelos valores 0 e 1 para identificar as empresas com códigos de atividade inseridos nas respetivas divisões da Classificação das Atividades Económicas (Revisão 3).

Deste modo, pretendemos na última hipótese de investigação, ver se as características específicas (risco, investimentos, entre outros), das empresas do setor exportador,

influenciam o nível de endividamento na sua estrutura de capital. Assim temos a seguinte hipótese:

Hipótese 12: *As características específicas das atividades condicionam a estrutura financeira adotada pelas empresas.*

4.3.7. Variável Dependente Representativa do Nível de Endividamento

$$\text{Endividamento total (ET)} = \text{Passivo} / \text{Ativo Total Líquido} \quad (19)$$

$$\text{Endividamento curto prazo (ECP)} = \text{Passivo corrente} / \text{Ativo Total Líquido} \quad (20)$$

$$\text{Endividamento médio e longo prazo (EMLP)} = \text{Passivo não corrente} / \text{Ativo Total Líquido} \quad (21)$$

A variável dependente que irá ser utilizada vai permitir avaliar, se existe alguma relação entre o rácio de endividamento das 250 empresas da amostra e os diversos fatores que pretendemos estudar nas hipóteses construídas. Diversos estudos empíricos relativos à estrutura do capital utilizaram o endividamento total como variável dependente (por exemplo, Rajan e Zingales (1995), Titman e Wessels (1988), Booth *et al.* (2001), Brito e Lima (2005), Fama e French (2005) e Couto e Ferreira (2010).

Também é de realçar, que muitos estudos, utilizam como variáveis dependentes, o peso dos passivos de curto prazo e de médio e longo prazo nas fontes de financiamento. Sendo assim, neste estudo foram igualmente estudadas as relações das variáveis independentes face ao passivo de médio e longo prazo e ao passivo de curto prazo.

Na tabela seguinte, podemos encontrar um breve resumo das hipóteses de investigação previamente faladas:

Tabela 6-Resumo das Hipóteses e Variáveis Independentes

Hipótese	Determinantes	Sigla e Fórmula	Tipo de relação	Teoria Corresponente	Referências Bibliográficas
H1	Efeito de Alavanca Financeiro MM	$EAF = ROI - \text{Custo Financeiro}$	+	Modelo original de MM	Modigliani e Miller (1958)
H2	Taxa Efetiva de Imposto	$TEI = \text{Imposto Sobre o Rendimento (IRC)} / (\text{Resultado Líquido} + \text{IRC})$	+	Efeito Fiscal Trade-off	Haugen e Sebert (1988) e Booth et al. (2001).
H3	Outros Benefícios Fiscais	$OBF = \text{Log (amortizações e depreciações do Exercício)}$	-	Efeito Fiscal-Trade-off	DeAngelo e Masulis (1980), Kim e Sorensen (1986) e Bontempi (2002).
H4	Custo de Financiamento	$CF = \text{Custos Financeiros} / \text{Passivo}$	+	Custos de Falência Trade-off	Modigliani e Miller (1958).
H5	Risco do Negócio	$R.N = \text{Coeficiente de Variação de Pearson das Vendas} = \text{Desvio Padrão das Vendas} / \text{Média das Vendas}$	-	Custos de Falência Trade-off	Bradley et al. (1984), Friend e Lang (1988), Chung (1993), Cassar e Holmes (2003), Nivorozhkin (2003).
H6	Dimensão	$DIM = \text{Logaritmo do volume de negócios}$	+	Custos de Falência Trade-off	Lowe et al. (1994), Homaifar et al. (1994), Barclay e Smith (1995), Rajan e Zingales (1995), Jong e Veld (2001), Goyal et al. (2002), Cassar e Holmes (2003), Frank e Goyal (2003) e Deesomsak et al. (2004).
H7	Capacidade para Prestar Grantias Colaterais	$GC = \text{Ativo Tangível Líquido} / \text{Ativo Total Líquido}$	+	Custos de Falência Trade-off e Agência	Rajan e Zingales (1995) e Augusto (2006).
H8	Reputação	$REP = \text{Número de Anos de Atividade}$	+	Agência	Booth et al. (2001).
H9	Ativos Intangíveis	$AI = \text{Ativo Intangíveis} / \text{Ativo Total Líquido}$	-	Agência	Williamson (1988), Titman e Wessels (1988), Balakrishnan e Fox (1993), Jordan et al. (1998) e Alonso (2000).
H10	Rendibilidade	$REND1 = \text{Resultados Operacionais} / \text{Ativo Total Líquido}$	-	Assimetria da Informação e Pecking Order	Myers (1984), Kim e Sorensen (1986), Baskin (1989), Chung (1993), Rajan e Zingales (1995), Michaelas et al. (1999), Hovakimian et al. (2001), Goyal et al. (2002), Bevan e Danbolt (2002), Cassar e Holmes (2003), Frank e Goyal (2003) e Nivorozhkin (2003).
H11	Crescimento	$CRESC = \text{Taxa de Crescimento Anual do Ativo Total Líquido}$	+	Assimetria da Informação e Pecking Order	Baskin (1989), Michaelas et al. (1999), Gama (2000), Goyal et al. (2002) e Cassar e Holmes (2003).
H12	Setor de atividade	SA	- / +	Posicionamento Estratégico	Bowen et al. (1982), Bradley et al. (1984), Titman e Wessels (1988) Shenoy e Koch (1996) e Michaelas et al. (1999) e Brailsford et al. (2002).

Fonte: Elaborado pelo autor, 2017

4.4. Metodologia a adotar

4.4.1. Amostra

A amostra alvo deste estudo é representada pelas 250 maiores empresas exportadoras portuguesas do mercado comunitário, tendo como critério de dimensão o volume de negócios. Das 250 empresas, 2 são da Divisão B- Indústrias Extrativas (código 0), 71 são da Divisão C- Indústrias Transformadoras (códigos 1, 2 e até 33), 1 é da Divisão D- Energia (código 35), 27 são da Divisão F- Construção (códigos 41 a 43), 59 são da Divisão G- Comércio por grosso e reparação de veículos (códigos 45 a 47), 28 são da Divisão H- Transportes e armazenagem (códigos 49 a 53), 1 é da Divisão I- Alojamento e restauração (código 55 e 56), 12 são da Divisão J- Atividades de informação e comunicação (códigos 58 a 63), 2 são da Divisão L- Atividades imobiliárias (código 68), 23 são da Divisão M- Atividades de consultoria (códigos 69 a 75) e 24 são da Divisão N- Atividades administrativas (códigos 77 a 82).

Os dados necessários para a realização do estudo empírico, foram obtidos a partir da base de dados SABI (Sistema de Análise de Balanços Ibéricos), que possui registos económicos e financeiros de empresas da Península Ibérica, dados estes que foram obtidos durante o mês de outubro de 2017, na Escola Superior de Ciências Empresariais.

Para a elaboração das estatísticas, foram utilizados os dados do último ano disponível (2015), na base de dados. Na tabela seguinte, são apresentadas as médias relativamente a cada variável estudada:

Tabela 7- Indicadores Económicos e Financeiros (Média Anual)

Indicadores	Setor (250 empresas)
	2015
VN (mil €)	17.370
Cresc. VN (%)	7,04%
Coeficiente de Variação Pearson	na
RO (mil €)	939
CF (%)	1%
RL (mil €)	685
OBF (mil €)	608
Taxa efetiva de IRC (%)	26%
Ativos Tangíveis (mil €)	9.577
Ativos Intangíveis (mil €)	631
Ativo Líquido (mil €)	21.210
ROI (%)	66%
Idade (nº de anos)	17
CP/AL (%)	25%
P/AL (%)	75%
PMLP/AL (%)	14%
PCP/AL (%)	61%

Fonte: Elaborado pelo autor, 2017

n.a.: não aplicável

Com base na tabela anterior, podemos chegar a algumas evidências.

O volume de negócios situa-se em média nos 17 milhões de euros, tendo crescido face ao ano anterior, cerca de 7%.

Relativamente à análise económica, podemos ver que os resultados operacionais e os resultados líquidos são positivos no ano analisado, o que significa que os rendimentos gerados são suficientes para cobrir todos os gastos da atividade.

Relativamente ao ROI, este encontra-se nos 66%, o que significa que por cada euro, investido, existirá em média um retorno de 0,66 euros.

A nível dos ativos líquidos, estes rondam os 21 milhões, enquanto que os ativos tangíveis ultrapassam os 9 milhões, o que significa, que acordo com as teorias sobre a estrutura de capitais, existe uma boa possibilidade de as empresas terem capacidade para apresentarem garantias colaterais às instituições financeiras. Ao analisarmos os ativos intangíveis, é possível observar a diferença que estes têm para os ativos tangíveis, rondando

os 600 mil euros, o que confirma algumas teorias onde se defende que os ativos intangíveis tendem a não servir como garantias colaterais, diminuindo a possibilidade de endividamento.

Nos outros benefícios fiscais (OBF), verificamos que estes rondam os 600 mil euros, enquanto a taxa efetiva de IRC, é de 26%.

Em termos de análise financeira, as empresas financiam os seus ativos com capitais próprios em cerca de 25%. Em termos de endividamento total (P / AL), este representa 75%, e as empresas têm utilizado, preferencialmente o endividamento de curto prazo com um peso de 61%, sendo os restantes 14% financiados por dívida de médio e longo prazo.

Os custos financeiros representam apenas 1%, o que significa que os custos financeiros têm um peso reduzido face ao passivo das empresas, diminuindo assim o risco de falência.

Em média a idade das empresas é de 17 anos.

4.4.2. Técnicas estatísticas

Tendo sido escolhida a amostra e identificadas as variáveis (dependente e independentes) para o nosso estudo, iremos então definir os modelos de regressão linear que iremos utilizar. Os modelos utilizados, serão os de regressão linear múltipla, de modo a se estudar a relação linear entre as variáveis de natureza financeira, das empresas exportadoras em Portugal.

Deste modo, pretende-se explicar, como uma variação nas variáveis independentes, causará impacto no valor da variável dependente.

De uma forma genérica, o modelo financeiro de regressão linear múltipla que iremos utilizar é o seguinte:

$$Y_{i,t} = \beta_0 + \sum_{K=1}^{12} \beta_K X_{Ki,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (22)$$

Legenda:

$Y_{i,t}$ = medida de endividamento da empresa i no ano t;

β_0 = constante;

β_k = parâmetro estimado pelo modelo;

X = vetor das variáveis explicativas;

$\varepsilon_{i,t}$ = erro aleatório.

O vetor das variáveis explicativas (independentes), inclui K fatores, ($K = 1, \dots, 12$), que são os seguintes:

- Efeito de alavanca financeiro;
- Taxa efetiva de imposto;
- Outros Benefícios Fiscais que Não o de Endividamento;
- Custo de financiamento;
- Risco de negócio;
- Dimensão;
- Garantias colaterais;
- Reputação;
- Especificidade dos ativos;
- Rendibilidade;
- Crescimento;
- Setor de atividade.

Para além disso, deve-se mencionar, que os modelos de regressão utilizados, relativos ao Passivo Total, de médio e longo prazo e de curto prazo, foram sujeitos aos seguintes processos, de modo a validar a sua utilização:

- Avaliação do valor do coeficiente de correlação linear entre a variável dependente e cada uma das variáveis independentes, através da análise gráfica dos resíduos e dos valores estimados da variável dependente;
- Análise da existência de heterocedasticidade através da homogeneidade da variância;
- Normalidade dos erros que foi verificada através da representação gráfica e do teste Jarque-Bera;
- Análise da multicolinearidade, através da observação dos coeficientes de correlação de Pearson.

4.5. Análise e discussão dos resultados obtidos

Neste ponto, iremos analisar se os resultados das estatísticas vão ao encontro das hipóteses estipuladas e discutir se os mesmos permitem confirmar os pressupostos das teorias apresentadas sobre a estrutura de capitais.

Como foi referido no ponto anterior, foram efetuados diversos testes, de modo a validar a utilização dos modelos de regressão linear definidos. Estes testes, sobre a robustez dos modelos utilizados encontram-se apresentados em anexo e salientam-se os seguintes resultados:

- Linearidade da relação entre as variáveis do modelo: o valor dos coeficientes de correlação linear, indica que não existe uma relação linear entre os resíduos e os valores estimados da variável dependente;
- Homogeneidade da variância: nos 3 modelos detetou-se heterocedasticidade. Foi utilizado o teste de White para se verificar a significância das variáveis com os desvios padrões robustos;
- Multicolinearidade: a observação dos coeficientes de correlação entre as variáveis do modelo, permitiu verificar que, com exceção da variável da H1 (efeito de alavanca financeiro) que apresentava uma elevada correlação com a da H10 (rendibilidade), não existiam outras relações entre variáveis que pudessem colocar em causa a validade dos modelos. Por isso, o efeito de alavanca financeiro, foi eliminado dos modelos;
- Normalidade dos erros: nenhum dos modelos tem distribuição normal, devendo-se tal, à existência de dois *outliers* que foram retirados da amostra estudada. Contudo, face à dimensão da amostra (248 empresas), podem-se considerar os resultados robustos (Moutinho e Hutcheson, 2008).

Na tabela seguinte, apresentamos os resultados dos modelos de regressão, relativos às variáveis dependentes (em anexo estes modelos são apresentados com a designação de “Modelo corrigido com desvios padrões robustos”):

Tabela 8-Resultados dos Modelos de Regressão

Variáveis	Coeficientes			Desvio-padrão			Estatística t			p-value		
	PT	PMLP	PCP	PT	PMLP	PCP	PT	PMLP	PCP	PT	PMLP	PCP
Constante	1,033	0,274	0,759	0,179	0,116	0,191	5,788	2,360	3,969	0,000	0,019	0,000
TEI	-0,053	-0,010	-0,044	0,019	0,021	0,024	-2,822	-0,454	-1,827	0,005	0,650	0,069
OBF	0,003	0,022	-0,019	0,015	0,007	0,015	0,176	3,052	-1,257	0,86	0,003	0,210
CF	2,228	3,605	-1,377	0,806	0,843	0,833	2,764	4,274	-1,653	0,006	0,000	0,100
RN	0,075	0,038	0,037	0,049	0,042	0,060	1,537	0,908	0,613	0,126	0,365	0,540
DIM	-0,025	-0,037	0,012	0,022	0,013	0,023	-1,104	-2,875	0,549	0,271	0,004	0,584
GC	-0,198	0,110	-0,308	0,104	0,068	0,102	-1,908	1,626	-3,034	0,058	0,106	0,003
REP	-0,004	0,001	-0,005	0,001	0,001	0,001	-3,338	0,911	-3,780	0,001	0,364	0,000
AI	-0,366	-0,118	-0,248	0,315	0,111	0,291	-1,162	-1,062	-0,853	0,246	0,289	0,395
REND	-0,649	-0,151	-0,498	0,182	0,060	0,167	-3,567	-2,535	-2,992	0,000	0,012	0,003
CRESC	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	-0,331	-1,096	0,205	0,741	0,274	0,838
Ind. Extrativa	-0,388	-0,074	-0,314	0,142	0,064	0,095	-2,733	-1,158	-3,286	0,007	0,248	0,001
Energia	0,186	0,074	0,112	0,120	0,065	0,118	1,552	1,141	0,944	0,122	0,255	0,346
Transporte e armazenagem	0,087	0,055	0,033	0,047	0,032	0,046	1,846	1,723	0,706	0,066	0,086	0,481
Comércio e reparação	0,017	0,045	-0,029	0,052	0,032	0,056	0,316	1,395	-0,512	0,752	0,164	0,609
Construção	0,005	0,022	-0,017	0,047	0,039	0,051	0,114	0,559	-0,329	0,909	0,577	0,743
Alojamento e restauração	0,407	0,369	0,038	0,062	0,054	0,063	6,624	6,886	0,598	0,000	0,000	0,551
Atividades de informação	-0,086	0,009	-0,095	0,048	0,080	0,079	-1,79	0,108	-1,198	0,075	0,914	0,232
Atividades imobiliárias	0,165	0,304	-0,139	0,068	0,142	0,091	2,423	2,137	-1,529	0,016	0,034	0,128
Atividades de consultoria	-0,012	0,060	-0,073	0,072	0,037	0,073	-0,172	1,630	-0,990	0,863	0,104	0,320
Atividades administrativas	0,086	0,017	0,068	0,088	0,035	0,093	0,981	0,506	0,734	0,328	0,614	0,464

Fonte: Elaborado pelo autor, 2017

PT (Passivo total) - $R^2 = 0,317$; R^2 ajustado= 0,257 e F de significância = 0,000000;
PMLP (Passivo médio e longo prazo) - $R^2 = 0,364$, R^2 ajustado= 0,308 e F de significância = 0,000000;
PCP (Passivo curto prazo) - $R^2 = 0,313$, R^2 ajustado= 0,253 e F de significância = 0,000000.

Relativamente ao efeito de alavanca financeiro (**EAF**), que constitui a Hipótese 1, como já foi referido, apresentava uma correlação muito forte com a rentabilidade (Hipótese 10), e como tal, não se encontra nos modelos de regressão. No entanto, é possível referir que, segundo os modelos originais com todas as variáveis, apresentava coeficiente negativo, e era considerada uma variável significativa. Segundo Modigliani e Miller (1958), quando a rentabilidade fosse superior ao custo financeiro, as empresas deveriam optar por financiamento externo, de forma a aumentarem o retorno para os proprietários. No entanto, o estudo evidencia o oposto, ou seja, quanto maior é a rentabilidade menor é o endividamento.

Tendo em consideração o nível de significância como referência para análise dos dados no modelo referente ao **passivo total**, devem ser consideradas estatisticamente significantes as variáveis Taxa Efetiva de Imposto (**TEI**), Custo de financiamento (**CF**), Garantias

colaterais (**GC**), Reputação (**REP**), Rendibilidade (**REND**) e Setor de atividade (**SA**). Relativamente a esta última variável, convém referir, que os modelos estudados tinham como valores de referência os dados da Indústria Transformadora, que representava o setor com maior número de empresas constantes na amostra. Nesse sentido, os resultados do modelo que estudou o Passivo total, indicam que os setores da Indústria Extrativa, de Transporte e Armazenagem, Alojamento e restauração, Atividades de Informação e Atividades Imobiliárias apresentam níveis de endividamento diferentes face à Indústria Transformadora, o que parece sugerir que as características específicas das atividades das empresas podem condicionar as suas estruturas de capitais.

Para além disso, o coeficiente R^2 ajustado do modelo do **passivo total**, é de aproximadamente 26%, o que significa que explica cerca de 26% da variação da variável dependente (Passivo total) com as variáveis independentes utilizadas.

Relativamente ao modelo para o **passivo de médio e longo prazo**, são estatisticamente significativas as variáveis: Outros Benefícios Fiscais (**OBF**), Custo de financiamento (**CF**), Dimensão (**DIM**), Garantias colaterais (**GC**), Rendibilidade (**REND**) e Setor de atividade (**SA**), nomeadamente o Setor de Transporte e Armazenagem, Atividades Imobiliárias e Atividades de Consultoria, o que significa que mais uma vez, parecem existir evidências de que a estrutura financeira é diferente de acordo com as características específicas das atividades das empresas.

O R^2 ajustado é aproximadamente 31%, o que significa que 31% da variação do **endividamento de médio e longo prazo** é explicado pelas variáveis independentes utilizadas.

O modelo que estudou o **passivo de curto prazo**, tem as seguintes variáveis significativas: Taxa Efetiva de Imposto (**TEI**), Custo de financiamento (**CF**), Garantias colaterais (**GC**), Reputação (**REP**), Rendibilidade (**REND**) e Setor de atividade (**SA**), onde se pode verificar que, neste caso, apenas a Indústria Extrativa, apresenta uma estrutura financeira diferenciada face ao endividamento de curto prazo.

O R^2 ajustado é aproximadamente 25%, o que significa que o **passivo de curto prazo** é a variável menos explicada nos modelos utilizados.

Assim, considerando as variáveis independentes significativas e os sinais dos seus coeficientes, podem-se destacar diversas conclusões.

Relativamente à variável taxa efetiva de imposto (**TEI**), verifica-se que as empresas que apresentam menor taxa de imposto, têm maior montante de endividamento, o que significa, que não se confirma a hipótese 2, a qual afirma que quanto maior for a taxa efetiva de imposto, maior é o peso do passivo no financiamento da atividade. Isto, pode dever-se ao facto, que quanto maior for a taxa de imposto, menores são os fundos internos disponíveis e menor é a capacidade de endividamento, porque o risco financeiro percecionado pelas instituições financeiras é superior, aumentando o custo de capital. Esta variável não é significativa para o endividamento de médio e longo prazo.

No que diz respeito à variável outros benefícios fiscais (**OBF**), é significativa no modelo referente ao passivo de médio e longo prazo, e pode verificar-se que as empresas que apresentam mais benefícios fiscais, têm maior nível de endividamento, não se confirmando a hipótese 3, a qual defendia que quanto maiores fossem os outros benefícios fiscais, menor seria a necessidade de obtenção de endividamento para a aquisição de poupanças fiscais. Tal resultado, pode estar associado ao aumento dos outros benefícios fiscais, por via do aumento dos investimentos que podem levar a um incremento dos resultados e a um aumento da necessidade de obtenção de emendamentos para se alcançarem potenciais poupanças fiscais.

Na variável custo de financiamento (**CF**), verifica-se que as empresas que apresentam mais custos de financiamento têm maior nível de endividamento total e de médio e longo prazo, confirmando-se a hipótese 4, a qual referia que quanto maior fosse o custo financeiro, maior seria o peso do passivo no financiamento da atividade, derivado do maior risco associado à empresa o que incrementaria o custo do capital. No entanto, no modelo de regressão linear do passivo de curto prazo, os dados contrariam a hipótese 4, o que significa, neste caso, que endividamentos de curto prazo mais baixos têm associados custos financeiros mais elevados. Tal situação poderá estar relacionada com o facto de empresas com maior risco financeiro (e portanto, com maiores custos de capital da banca) terem também maior dificuldade na contratação de empréstimos bancários e financiarem-se, sobretudo com dívida de curto prazo, que vão renovando sucessivamente.

Relativamente à variável risco do negócio (**RN**), verifica-se que não é estatisticamente significativa. No entanto, pode-se referir, que existe uma relação positiva entre esta variável e o endividamento das empresas, o que contraria a hipótese 5, a qual defendia que o endividamento estaria negativamente associado com o risco/ incerteza dos resultados. Tal pode dever-se, ao facto que as empresas com maior risco, recorrem mais a capital alheio, de forma a diminuírem o impacto das variações negativas no volume de atividade.

Ao nível da variável dimensão (**DIM**), apenas é significativa, no modelo referente ao passivo de médio e longo prazo, estando inversamente relacionada com esse tipo de endividamento. Isto quer dizer, que não se comprova a hipótese 6, onde se defendia que existia uma relação positiva entre a dimensão e o endividamento. Isto pode ser explicado, pelo facto de que devido à dificuldade de acesso ao crédito, as empresas preferem recorrer ao capital próprio para financiar a sua atividade, sendo estes aumentos provenientes dos lucros que advém do crescimento das empresas. Tal, já não se verifica nos modelos do passivo total e do curto prazo, o que significa, que embora a dimensão não tenha um valor estatisticamente significativo, constitui uma mais-valia para as empresas, pois permite que estas, recorram a mais endividamento, por via de uma menor probabilidade de incorrerem em custos de insolvência.

Os resultados da variável garantias colaterais do ativo (**GC**) definem uma relação significativa e negativa com o nível de endividamento total e de curto prazo, contrariando-se hipótese 7, que referia que o nível dos ativos tangíveis estaria relacionado positivamente com o nível de endividamento. Assim, os resultados vão contra a teoria *Trade-off* e da agência, que consideram os ativos tangíveis como uma garantia que facilita o financiamento através de capital alheio. Isto pode ser justificado, pelo volume de depreciações dos ativos, uma vez que quanto maiores forem estes, maiores também serão os custos associados às depreciações e amortizações que representam custos não desembolsáveis (que não exigem qualquer saída de capitais) e fortalecem os fluxos de tesouraria, aumentando assim o *cash-flow* das empresas e a capacidade de autofinanciamento (Lopes *et al.* 2016). Assim, não será necessário recorrer a tanto endividamento. No entanto, no modelo de regressão linear do passivo de médio e longo prazo, esta relação é positiva, comprovando-se a hipótese 7.

Relativamente à variável reputação (**REP**), esta apresenta uma relação negativa com o passivo total e de curto prazo, indo contra a hipótese 8, que afirmava que o nível de

endividamento está positivamente associado com a reputação das empresas no mercado. Esta relação, pode ser explicada, através do facto, que as empresas com menos anos de existência têm necessidade de obter um maior nível de endividamento para financiar a atividade, do que as empresas mais maduras que já detêm uma posição estável no mercado. Gama (2000) também encontrou esta relação negativa, justificando-a, pelo facto das empresas mais jovens, terem menos recursos próprios para fazer face aos seus investimentos, enquanto as mais velhas financiam-se através de capitais próprios, pois apresentam uma maior acumulação de resultados, permitindo a utilização do autofinanciamento. No entanto, mesmo não sendo significativa, ao nível do modelo explicativo do passivo de médio e longo prazo, a reputação apresenta uma relação positiva com esse tipo de endividamento, indo ao encontro do esperado na hipótese 8.

A respeito da variável ativos intangíveis (**AI**), os resultados não são estatisticamente significativos. No entanto, pode-se referir que existe uma relação negativa entre a especificidade dos ativos intangíveis e o nível de endividamento, tal como era esperado na hipótese 9.

Os resultados da variável rendibilidade (**REND**), apresentam uma relação negativa à semelhança de vários estudos, como por exemplo, são os casos de Cassar e Holmes (2003), Frank e Goyal (2003) e Nivorozhkin (2003). Assim, os resultados confirmam a hipótese 10, que defende que o nível de endividamento da empresa está negativamente associado com o seu nível de rendibilidade, indo ao encontro da teoria *Pecking Order*. Isto significa, que as empresas preferem financiar-se, em primeiro lugar através de fundos gerados internamente (autofinanciamento), e só depois, recorrem a capitais externos.

Relativamente à variável crescimento (**CRESC**), os resultados não são estatisticamente significativos, e como tal, não apresenta relação com a estrutura financeira das empresas do setor exportador em Portugal. Logo, não se verifica a hipótese 11.

Por último, foi ainda considerada a análise da variável designada por setor de atividade (**SA**). Utilizou-se uma variável nominal (0 e 1) que enquadrava as empresas em várias divisões da classificação das atividades económicas (revisão 3). Deste modo, para efeito deste estudo, os modelos de regressão tiveram como referência as empresas da Indústria Transformadora e compararam os resultados destas com as de outras empresas enquadradas em divisões diferentes, tendo-se verificado que existiam, em alguns casos, diferenças

significativas nos níveis de endividamento entre as várias indústrias. Deste modo, pode-se sugerir que se comprova a hipótese 12, pois dependendo das características específicas das atividades, a estrutura financeira adotada pelas empresas tende a ser diferente. As atividades que são no geral significativas, como o setor de Transporte e Armazenagem, Alojamento e Restauração e Atividades Imobiliárias, apresentam maior endividamento que as outras, nomeadamente, a Indústria Extrativa, Atividades de Informação e Atividades de Consultoria que apresentam menor endividamento. No entanto, é de referir que nas Atividades de Informação, Imobiliárias e de Consultoria, existe uma maior tendência para a contratação de endividamento de médio e longo prazo.

Deste modo, podemos concluir, que nem todas variáveis são significativas. Algumas, inclusivamente, não foram relevantes em nenhum dos modelos, como são os casos do **RN**, dos **AI** e do **CRESC**, enquanto outras, só o eram num ou dois modelos (**TEI**, **OBF**, **DIM** e **REP**). Relativamente ao **SA**, este é no geral significativo, pois prova a hipótese 12, visto que entre os setores existem estruturas de capitais diferentes, o que sugere que tal possa estar associado às características específicas das atividades das empresas. Finalmente, destacam-se as variáveis **CF**, **GC** e **REND**, que são significativas em todos os modelos estudados, podendo-se assim sugerir, que o nível dos custos financeiros, das garantias colaterais e da rendibilidade obtida, são fatores que influenciam a estrutura de capitais das empresas portuguesas que exportam para os mercados comunitários.

Na tabela seguinte, podemos fazer uma comparação entre os resultados esperados de acordo com as teorias financeiras, e os obtidos, verificando-se que de um modo geral se verifica a importância das variáveis estudadas, mas em muitos casos, com coeficientes com sinais diferentes daqueles que eram esperados.

Tabela 9-Resumo dos resultados

Variáveis	Hipóteses formuladas	Resultado dos Sinais dos Coeficientes		
		PT	PMLP	PCP
EAF	(+)	(-)	(-)	(-)
TEI	(+)	(-)	(-) n/s	(-)
OBF	(-)	(+) n/s	(+)	(-) n/s
CF	(+)	(+)	(+)	(-)
RN	(-)	(+) n/s	(+) n/s	(+) n/s
DIM	(+)	(-) n/s	(-)	(+) n/s
GC	(+)	(-)	(+)	(-)
REP	(+)	(-)	(+) n/s	(-)
AI	(-)	(-) n/s	(-) n/s	(-) n/s
REND	(-)	(-)	(-)	(-)
CRESC	(+)	(+) n/s	(+) n/s	(+) n/s
SA	(- / +)	(- / +)	(- / +)	(- / +)

Fonte: Elaborado pelo autor, 2017

n/s: não significativo

5. Conclusão

Esta dissertação, teve como principal objetivo, averiguar quais as variáveis que determinam se as empresas do setor exportador no mercado comunitário recorrem ao endividamento ou ao capital próprio para financiar a sua atividade. Visto que esta é uma temática que tem vindo a ser estudada nos últimos 50 anos, foi necessário fazer uma revisão da literatura já existente, de maneira a se verificar que resultados já existiam relativamente a este assunto, tendo-se conferido que não existem conclusões definitivas.

Para a revisão da literatura, analisaram-se as teorias propostas por Durand (1952) e Modigliani e Miller (1958), que foram os primeiros que estudaram a temática da estrutura de capital. Estes últimos, confrontados por outros investigadores, em 1963, introduziram os impostos sobre os lucros das empresas na determinação da estrutura de capital, sendo a partir desse estudo, que surgiram novos trabalhos de investigação, que deram origem a várias teorias como a Teoria *Trade-off* (defende uma estrutura ótima de capital resultante do equilíbrio entre os benefícios fiscais e os custos de falência), a Teoria dos custos de agência (analisa os custos resultantes dos conflitos entre proprietários e gestores e proprietários e credores), a Teoria da assimetria da informação (defende a existência de informações privilegiadas por parte dos gestores, relativamente às atividades das empresas) e a Teoria *Pecking Order* (defende que as empresas preferem autofinanciar-se e recorrer a capital externo em segundo lugar). Para além disso, vários estudos tentaram comprovar, a Teoria baseada no Posicionamento estratégico, que defende que as estratégias adotadas pelas empresas, influenciam a maneira como estas se financiam, e mais recentemente, pode ainda ser destacada a Teoria do *Market Timing* que tem em conta o valor dos títulos no mercado de capitais, como condicionante da estrutura de capitais.

Tendo sido analisadas as várias teorias existentes, procedeu-se ao estudo empírico, no qual foi analisado o setor exportador português que tem como mercado prioritário a União Europeia, verificando-se que as exportações têm tido uma evolução positiva nos últimos anos e que têm um peso relevante na dinamização da economia nacional. De seguida, definiram-se com maior pormenor os objetivos e a metodologia de investigação, formulando-se as hipóteses, as técnicas estatísticas a utilizar e a amostra a estudar, sendo esta, constituída pelas 250 maiores empresas exportadoras portuguesas no mercado

comunitário (embora na prática tenha sido constituída apenas por 248 empresas devido à exclusão de 2 *outliers*).

Assim, com base nos dados recolhidos da SABI, relativamente ao ano de 2015, elaboraram-se três modelos de regressão múltipla, de modo a verificar o grau de significância das 12 variáveis independentes consideradas como determinantes para explicar o nível de endividamento total, de médio e longo prazo e de curto prazo.

Com base nos resultados obtidos, foi possível chegar a algumas conclusões.

Relativamente ao efeito de alavanca financeiro (**EAF**), verificou-se que influenciava o nível de endividamento de forma negativa, indo contra os estudos de Modigliani e Miller (1958).

A variável taxa efetiva de imposto (**TEI**), apresenta um nível de significância relevante para o passivo total e de curto prazo das empresas, mas não é relevante para o passivo de médio e longo prazo. Apresenta uma relação negativa com o endividamento, contrariando a teoria *Trade-off* e o Efeito Fiscal.

A variável outros benefícios fiscais que não o proveniente do endividamento (**OBF**), apresenta um grau de significância relativamente ao passivo de médio e longo prazo, não se verificando o mesmo nos outros modelos. Apresenta uma relação positiva com o endividamento, contrariando também a teoria *Trade-off* e o Efeito Fiscal.

A relação entre a teoria *Trade-off* e os Custos de Falência, foi testada pelas variáveis custo de financiamento, risco do negócio, dimensão e capacidade de prestar garantias colaterais.

Os resultados permitem sugerir que as variáveis **CF** e **GC** são relevantes para explicar o endividamento das empresas. No entanto, os custos financeiros estão positivamente relacionados (exceto no passivo de curto prazo), enquanto que as garantias colaterais, têm uma relação negativa com o endividamento (exceto no passivo de médio e longo prazo). Assim, a variável custos financeiros vai, genericamente, ao encontro das teorias *Trade-off* e dos Custos de Falência, enquanto que a variável associada às garantias colaterais não.

Relativamente à variável risco de negócio (**RN**), não apresentou grau de significância relevante em nenhum dos modelos estudados. No entanto, mostrou sempre uma relação

negativa com o nível de endividamento, demonstrando que iria ao encontro da teoria *Trade-off* e dos Custos de Falência, caso tivesse resultados relevantes.

A variável dimensão (**DIM**), é significativa para o passivo de médio e longo prazo, apresentando uma relação negativa, contrariando a teoria *Trade-off* e os Custos de Falência.

A teoria da agência foi testada pelas variáveis reputação (**REP**) e ativos intangíveis (**AI**). Segundo o estudo, a variável reputação, é estatisticamente significativa (exceto para o passivo de médio e longo prazo) e apresenta um coeficiente negativo, não se confirmando os pressupostos da teoria da agência. Já a variável ativos intangíveis, não apresenta um nível de significância relevante, não constituindo assim um fator determinante das decisões de financiamento.

A Teoria da assimetria de informação foi testada pelas variáveis rendibilidade (**REND**) e crescimento (**CRESC**). De acordo com os resultados, a variável rendibilidade detém uma relação negativa com o nível de endividamento, confirmando o previsto na teoria *Pecking Order*. Já a variável crescimento da empresa não apresentou uma relação significativa com o nível de endividamento em nenhum dos modelos estudados.

A teoria baseada no posicionamento estratégico foi testada pela variável setor de atividade (**SA**). O resultado do estudo empírico conclui que esta variável é significativa estatisticamente, pois ao analisar-se a relação do endividamento face às várias atividades incluídas na amostra, foi possível evidenciar-se a existência de diferenças significativas entre os diferentes negócios, o que sugere que de acordo com as características específicas do funcionamento de cada atividade, a estrutura de capitais diverge.

Por fim, pode ainda referir-se, que o modelo que estudou os determinantes do passivo de médio e longo prazo foi o que revelou um maior poder explicativo.

Assim, pode-se concluir que entre as variáveis estudadas, as que mais condicionam o nível de endividamento das empresas portuguesas exportadoras para o mercado comunitário são os custos financeiros, as garantias colaterais e a rendibilidade, evidenciando que custos financeiros mais altos estão associados a maior nível de endividamento (mais risco, implica mais dívida), maiores valores de ativos tangíveis e de rendibilidade estão relacionados com menores níveis de passivo, o que poderá estar associado ao facto da maior capacidade de

autofinanciamento por parte das empresas diminuir-lhes a necessidade de obterem fontes de financiamento alternativas no exterior com custos financeiros acrescidos.

No que diz respeito às limitações da investigação, pode-se referir, a utilização de apenas um ano de análise (2015), o que diminui a possibilidade de generalização dos resultados obtidos.

Quanto a linhas futuras de investigação, sugere-se o alargamento da amostra para empresas que exportam para o mercado extracomunitário, que tem cada vez mais uma importância maior na internacionalização das empresas portuguesas, através do desenvolvimento de mercados alternativos com língua oficial portuguesa ou com laços estreitos com a nossa cultura (como são os casos da China e Índia, por via de Macau e Goa).

Bibliografia

Alonso, E. J. M. (2000). *The Effect of Firm Diversification on Capital Structure: Evidence from Spanish Firms*, European Financial Management Association Annual Meeting, Athens. Disponível em <https://poseidon01.ssrn.com/delivery.php?ID=747095095008003006083074015088008096022007008081088020025123000009009110035036029103042037000114091081115004003111094025055079120092027071087030093005009029031045023082008024007119120095014019007076026068101090002096008107099102086015006118113&EXT=pdf> e consultado a 31-10-2017.

Alves, P., Cunha, M., Gameiro, J. (2015). *Estrutura de Capitais da Indústria Transformadora Portuguesa*. Dissertação para a obtenção do grau de Mestre em Auditoria e Fiscalidade. Universidade Católica Portuguesa-Faculdade de Economia e Gestão. Disponível em <http://biblioteca.catalogo.porto.ucp.pt/docbweb/pallres.asp?Bases=ISBD;SERIES;ANALIT:LC&StartRec=0&RecPag=35&SearchTxt=%28%22TI+Estrutura+de+Capitais+da+Ind%FAstria+Transformadora+Portuguesa%22%2B%22TI+Estrutura+de+Capitais+da+Ind%FAst%24%22%29&NewSearch=1&searchtype=advanced> e consultado a 15-04-2017.

Ang, J. S. (1991). Small Business Uniqueness and the Theory of Financial Management, *The Journal of Entrepreneurial Finance*, Vol. 1, Nº 1, p. 1-13.

Antoniou, A., Guney, Y., Paudyal, K. (2006). The Determinants of Debt Maturity Structure: Evidence from France, Germany and the UK, *European Financial Management*, Vol. 12, Nº 2, p. 161-194.

Arias, C. A., Martinez, A. C., Gracia, J. L. (2000). Enfoques Emergentes en Torno en la Estructura de Capital: El caso de la Pyme, *Estudios de Economía Aplicada*, Vol. 21. Nº 1, p. 27-52.

Augusto, M. A. G. (2006). *Política de Dividendos e Estrutura de capital – Respostas e Dúvidas do estado da Arte*, Imprensa da Universidade de Coimbra.

- Baker, M., Wurgler, J. (2002). Market Timing and Capital Structure, *The Journal of Finance*, Vol. 57, Nº 1, p.1-32.
- Balakrishnan, S., Fox, I. (1993). Asset Specificity, Firm Heterogeneity and Capital Structure, *Strategic Management Journal*, Vol. 14, Nº 1, p. 3-16.
- Barclay, M. J., Smith, C. W. (1995). The Maturity Structure of Corporate Debt, *The Journal of Finance*, Vol. 50, Nº 2, p. 609-631.
- Basso, L., Mendes, E., Kayo, E. (2009). Estrutura de Capital e Janelas de Oportunidade: Testes no Mercado Brasileiro, *Revista da Administração Mackenzie*, Vol. 10, Nº 6, p. 78-100. Disponível em http://www.producao.usp.br/bitstream/handle/BDPI/6218/art_KAYO_Estrutura_de_capital_e_janelas_de_oportunidade_2009.pdf?sequence=1 e consultado a (15-04-2017).
- Baskin, J. (1989). An Empirical Investigation of the Pecking Order Hypothesis, *Financial Management*, Vol. 18, Nº 1, p. 26-35.
- Baxter, N. (1967). Leverage, Risk of Ruin and the Cost of Capital, *The Journal of Finance*, Vol. 22, Nº 3, p. 395-403.
- Bevan, A. A., Danbolt, J. (2002). Capital Structure and its Determinants in the UK: A Decompositional Analysis, *Applied Financial Economics*, Vol. 12, Nº 3, p. 159-170.
- Blackwell, D., Kidwell, D. (1988). An Investigation of Cost Differences Between Public Sales and Private Placements of Debt, *Journal of Financial Economics*, Vol. 22, Nº2, p. 253-278.
- Bontempi, M. E. (2002). The Dynamic Specification of the Modified Pecking Order Theory: Its Relevance to Italy, *Empirical Economics*, Vol. 27, Nº 1, p. 1-22.
- Booth, L., Aivazian, V., Demirguc-Kunt, A., Maksimovic, V. (2001). Capital Structures in Developing Countries, *The Journal of Finance*, Vol. 56, Nº 1, p. 87-130.

Bougatef, K., Chichti, J. (2010). Equity Market Timing and Capital Structure: Evidence from Tunisia and France, *International Journal of Business and Management*, Vol. 5, Nº 10, p. 167-177.

Bowen, R. M., Daley, L. A., Huber C. C. (1982). Evidence on the Existence and the Determinants of Inter-Industry Differences in Leverage, *Financial Management*, Vol. 11, Nº 4, p. 10-20.

Boyle, G. W., Eckhold, K. R. (1997). Capital Structure Choice and Financial Market Liberalization: Evidence from New Zealand, *Applied Financial Economics*, Vol. 7, Nº 4, p. 427-437.

Bradley, M., Jarrel, G. A., Kim, E. H. (1984). On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence, *The Journal of Finance*, Vol. 39, Nº 3, p. 857-878.

Brailsford, T.J., Oliver, B.R., Pua, S.L.H. (2002). On the Relation Between Ownership Structure and Capital Structure, *Accounting & Finance*, Vol. 42, Nº 1, p. 1-26.

Brennan, M. J., Schwartz, E. S. (1978). Corporate Income Taxes, Valuation. And the Problem of Optimal Capital Structure, *The Journal of Business*, Vol. 51, Nº 1; p. 103-114.

Brick, I. E., Ravid, S. A. (1985). On the Relevance of Debt Maturity Structure, *The Journal of Finance*, Vol. 40, Nº 5, p. 1423-1437.

Brito, R.D., Lima, M.R. (2005). A Escolha da Estrutura de Capital sob Fraca Garantia Legal: o caso do Brasil, *Revista Brasileira de Economia*, Vol. 59, Nº 2, p. 177-208.

CAE (Revisão 3). Disponível em

https://www.ine.pt/ine_novidades/semin/cae/CAE_REV_3.pdf e consultado a 10-11-2017.

Cassar, G., Holmes, S. (2003). Capital Structure and Financing of SMEs: Australian evidence, *Accounting & Finance*, Vol. 43, Nº 2, p. 123-147.

Chung, K. (1993). Asset Characteristics and Corporate Debt Policy: An Empirical Test, *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 20, Nº 1, p. 83-98.

Cia World Factbook (2016). Disponível em <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/rankorder/2078rank.html> e consultado a 20-08-2017.

Coelho, M. (1993). *Conflitos entre Acionistas e Gestores*. Disponível em http://recipp.ipp.pt/bitstream/10400.22/6567/1/A_MariaColeho_1993.pdf e consultado a 13-02-2017.

Corrêa, F. S., Pereira, W. C., Novaes, A. L., Cavalheiro, M. E., Cunha, E. C. (2009). *Análise das Tipologias de Estratégias de Crescimento*. VI Simpósio de Excelência em Gestão e Tecnologia.

Couto, G., Ferreira, S. (2010). Os Determinantes da Estrutura de Capital de Empresas do PSI 20, *Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão*, Vol. 9, Nº 1 e 2, p. 26-38. Disponível em http://www.scielo.mec.pt/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1645-44642010000100004 e consultado a 31-10-2017.

DeAngelo, H., Masulis, R. (1980). Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation, *Journal of Financial Economics*, Vol. 8, Nº 1 p. 3-27.

Deesomsak, R., Paudyal, K., Pescetto, G. (2004). The Determinants of Capital Structure: Evidence from the Asia Pacific region, *Journal of Multinational Financial Management*, Vol. 14, Nº 4 e 5, p. 387-405.

Diamond, D. W. (1989). Reputation Acquisition in Debt Markets, *Journal of Political Economy*, Vol. 97, Nº 4, p. 828-862.

Donaldson, G. (1961). *Corporate debt capacity: A study of corporate debt policy and the determination of corporate debt capacity*. Boston: Division of Research, Harvard School of Business Administration.

Durand, D. (1952). *Costs of debt and equity funds for business: trends and problems of measurement*, National Bureau of Economic Research: Conference on Research in Business Finance, p. 215-62, New York.

Fama, E., French, K.R. (2005). Financing Decisions: Who issues stock?, *Journal of Financial Economics*, Vol. 76, Nº 3, p. 549-582.

Fernandes, A., Vieito, C. (2014). *Valor dos benefícios fiscais por dívida em Portugal*. Dissertação para a obtenção do grau de Mestre em Economia e Administração de Empresas. Universidade do Porto- Faculdade de Economia.

Flannery, M. J. (1986). Asymmetric Information and Risky Debt Maturity Choice, *The Journal of Finance*, Vol. 41, Nº 1, p. 19-37.

Frank, M., Goyal, V.K. (2003). Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure, *Journal of Financial Economics*, Vol. 67, Nº 2, p. 217-248.

Friend, I., Lang, L.H.P. (1988). An Empirical Test of the Impact of Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure, *The Journal of Finance*, Vol. 43, Nº 2, p. 271-281.

Frydenberg, S. (2004). *Theory of Capital Structure - A Review*, Tapir Academic Press.

Disponível em

<https://poseidon01.ssrn.com/delivery.php?ID=654125087110029102004000094027024076025033067063006028024024078018102087121104109006025011001016026124055020081066098107118048073027046076075097071017104119110017040073097121115076005006114016025091075085125104015028078029080096087095076093126123&EXT=pd>
f e consultado a 20-02-2017.

Gama, A. P. B. M. (2000). *Os Determinantes da Estrutura de Capital das PME's Industriais Portuguesas*, Associação da Bolsa de Derivados do Porto.

Gardner, J. C., Trzcinka, C. A. (1992). All-Equity Firms and the Balancing Theory of Capital Structure, *The Journal of Financial Research*, Vol. 15, Nº 1, p. 77-90.

Goyal, V. K., Lehn, K., Racic, S. (2002). Growth Opportunities and Corporate Debt policy: The case of the US Defense Industry, *Journal of Financial Economics*, Vol. 64, Nº 1, p. 35-59.

Hall, G., Patrick H., Nicos M. (2000). Industry Effects on the Determinants of Unquoted SME's Capital Structure, *International Journal of the Economics of Business*, Vol. 7, Nº 3, p. 297-312.

Harris, M., Raviv, A. (1991). The theory of Capital Structure, *The Journal of Finance*, Vol. 46, Nº 1; p. 297-355.

Haugen, R. A., Senbet, L. W. (1978). The Insignificance of Bankruptcy Costs to the Theory of Optimal Capital Structure, *The Journal of Finance*, Vol, 33, Nº 2, p. 383–393.

Haugen, R. A., Senbet, L. W. (1988). Bankruptcy and Agency Costs: Their Significance to Theory of Optimal Capital Structure, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 23, Nº 1, p. 27-38.

Homaifar, G., Zietz, J., Benkato, O. (1994). An Empirical Model of Capital Structure: Some New Evidence, *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 21, Nº 1, p. 1-14.

Hovakimian, A., Opler, T. e Titman, S. (2001). The Debt-Equity Choice, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 36, Nº 1, p. 1-24.

INDEG-ISCTE Executive Education (2016). Ranking de Internacionalização das Empresas Portuguesas. Disponível em 06-10-2017
<http://iddesign.ipapercms.dk/INDEGISCTE/Brochuras2016/riep2016-indeg-iscte/> e consultado a 06-10-2017.

INE (2017). Evolução das exportações por local de origem. Disponível em
https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_unid_territorial&menuBOUI=13707095&contexto=ut&selTab=tab3 e consultado a 05-10-2017.

INE (2017). Principais destinos das exportações portuguesas. Disponível em
https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_indicadores&indOcorrCod=0004172&contexto=bd&selTab=tab2 e consultado a 05-10-2017.

INE (2017). Principais produtos exportados por Portugal. Disponível em,
https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_indicadores&indOcorrCod=0007277&contexto=bd&selTab=tab2,
https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_indicadores&indOcorrCod=0007275&contexto=bd&selTab=tab2 e consultado a 05-10-2017.

Jensen, M. C., Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, Nº 4, p. 305-360.

Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers, *The American Economic Review*, Vol. 76, Nº 2, p. 323-329.

Johnson, S. A. (2003). Debt Maturity and the Effects of Growth Opportunities and Liquidity Risk on Leverage, *Review of Financial Studies*, Vol. 16, Nº 1, p. 209-236.

Jong, A., Veld. C. (2001). An Empirical Analysis of Incremental Capital Structure Decisions Under Managerial Entrenchment”, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 25, Nº 10, p. 1857-1895.

Jordan, J., Lowe J., Taylor P. (1998). Strategy and Financial Policy in UK Small Firms, *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 25, Nº 1 e 2, p. 1-27.

Kane, A., Marcus, A., McDonald R. L. (1985). Debt Policy and the Rate of Return Premium to Leverage, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 20, Nº 4, p. 479-499.

Kester, W. C. (1986). Capital and Ownership Structure: A Comparison of United States and Japanese manufacturing Corporations, *Financial Management*, Vol. 15, Nº 1, p. 5-16.

Kim, E. H. (1978). A Mean Variance Theory of Optimal Capital Structure and Corporate Debt Capacity, *The Journal of Finance*, Vol. 33, Nº 1, p. 45-63.

Kim, W. S., Sorensen, E. H. (1986). Evidence on the Impact of the Agency Costs of Debt on Corporate Debt Policy, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 21, Nº 2, p. 131-144.

Korner, P. (2006). The determinants of corporate debt maturity structure: evidence from Czech firms, *Czech Journal of Economics and Finance*. Charles University Prague, Faculty of Social Sciences, Vol. 57, Nº 3 e 4, p.142-158. Disponível em https://ideas.repec.org/p/fau/wpaper/wp2006_27.html e consultado a 10-06-2017

Kraus, A., Litzenberger, R. (1973). A State-Preference Model of Optimal Leverage, *The Journal of Finance*, Vol. 28, Nº 4, p. 911-922.

Leary, M. T., & Roberts, M. R. (2005). The Pecking Order, Debt Capacity, and Information Asymmetry, *Journal of Financial Economics*, Vol. 95, Nº 3, p. 332-355.

Leland, H., Pyle, D. (1977). Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation, *The Journal of Finance*, Vol. 32, pp. 371-387.

Lobão, J., Rodrigues, F. (2013). *O Market Timing na estrutura de capital das empresas Portuguesas cotadas na Euronext Lisbon*. Dissertação apresentada para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de Mestre em Finanças. Universidade do Porto-Faculdade de Economia. Disponível em https://sigarra.up.pt/flup/pt/pub_geral.pub_view?pi_pub_base_id=25084 e consultado a 17-05-2017.

Lopes, C., Viseu, C., Santos, L. (2016). A Fiscalidade e o Endividamento das Empresas em Portugal: Impacto da alteração do artigo 67º do Código do Imposto Sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas. Dissertação apresentada para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de Mestre em Gestão Empresarial. Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Coimbra – Coimbra Business School. Disponível em https://comum.rcaap.pt/bitstream/10400.26/17554/1/Lic%C3%ADnia_Santos.pdf e consultado a 11-11-2017.

Lowe, J., Naughton, T., Taylor P. (1994). The Impact of Corporate Strategy on the Capital Structure of Australian Companies, *Managerial and Decision Economics*, Vol. 15, Nº 3, p. 245-257.

Madeira, J. (2017). Quem são os maiores exportadores nacionais, *Jornal de Negócios*. Disponível em <http://www.jornaleconomico.sapo.pt/noticias/quem-sao-os-maiores-exportadores-nacionais-165528> e consultado a 18-08-2017.

Maksimovic, V., Titman, S. (1991). Financial Policy and Reputation for Product Quality, *Review of Financial Studies*, Vol. 4, Nº 1, p. 175-200.

Marques, M., Correia, S. (2012). As determinantes da Maturidade da Dívida. Dissertação apresentada para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de Mestre em Finanças. Universidade do Porto-Faculdade de Economia. Disponível em

https://sigarra.up.pt/flup/pt/pub_geral.pub_view?pi_pub_base_id=24935 e consultado a 20-12-2016.

Mehram, H. (1992). Executive Incentive Plans, Corporate Control, and Capital Structure, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 27, Nº 4, p. 539 - 560.

Michaelas, N., Chittenden, F., Poutziouris, P. (1999). Financial policy and capital structure choice in UK SMEs: empirical evidence from company panel data, *Small Business Economics*, Vol. 12, Nº 2, p. 113–130.

Miglo, A. (2010). *The Pecking Order, Trade-Off, Signaling, and Market-Timing Theories of Capital Structure: A Review*, Birmingham City University, p. 171-191. Disponível em <https://poseidon01.ssrn.com/delivery.php?ID=451118121020028094116009074097065094058033002011036016126080002122000028010121080027056058010054013097015088031083001112093000105032054033016125075093094004104075064062053068083084105083086094099123120071073069125005086019102123095028005093112127090&EXT=pdf> e consultado a 12-04-2017.

Modigliani, F., Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment, *The American Economic Review*, Vol. 48, Nº 3, p. 261-297.

Modigliani, F., Miller, M. H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction, *The American Economic Review*, Vol. 53, Nº 3, p.433-443.

Morris, J. (1976). On Corporate Debt Maturity Strategies, *The Journal of Finance*, Vol. 31, Nº 1, p. 29-37.

Moutinho, L., Hutcheson, G. (2008). *Statistical Modelling for Management*. Sage.

Munro, J. W. (1996). Convertible Debt Financing: An Empirical Analysis, *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 23, Nº 2, p. 319-334.

Myers, S. C. (1977). Determinants of Corporate Borrowing, *Journal of Financial Economics*, Vol. 5, Nº 2 p.147-175.

Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle, *The Journal of Finance*, Vol. 39, Nº 3, p. 574-592.

Myers S. C., Majluf N. S. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information Investors Do Not Have, *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, Nº 2, p. 187-221.

Myers, S. C. (2001). Capital Structure, *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15, Nº 2, p. 81-102.

Neves, J.C. (2012). *Análise e Relato Financeiro - Uma Visão Integrada de Gestão* (5ª Edição). Lisboa: Texto Editora.

Nivorozhkin, E. (2003). *The Dynamics of Capital Structure in Transition Economies*, Discussion Papers Nº2, Bank of Finland, Institute for Economies in Transition.

Ozkan, A. (2002). The Determinants of Corporate Debt Maturity: Evidence from UK firms, *Applied Financial Economics*, Vol. 12, Nº 2, p. 19-24.

Pittman, J. A. (2002). The Influence of Firm Maturation on Tax-Induced Financing and Investment Decisions, *The Journal of the American Taxation Association*, Vol. 24, Nº 2, p. 35-59.

Pordata (2016). Disponível em <http://www.pordata.pt/DB/Europa/Ambiente+de+Consulta/Tabela> e consultado a 05-10-2017.

Rabelo, T. S., Ikeda, R. H. (2004). Mercados eficientes e arbitragem: um estudo sob o enfoque das finanças comportamentais, *Revista Contabilidade e Finanças*, Vol. 15, Nº 34. Disponível em http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1519-70772004000100007 e consultado a 03-05-2017.

Rajan, R., Zingales, L. (1995). What Do Know About Capital Structure? Some Evidence from International Data, *The Journal of Finance*, Vol. 50, Nº 5 p.1421-1460. Disponível em

http://siteresources.worldbank.org/INTEXPCOMNET/Resources/Rajan_and_Zingales_1995.pdf e consultado a 31-10-2017.

Ramos, M., Zinga, M. (2015). *Conflitos de Agência, Mecanismos de Controlo e Performance das Sociedades por Quotas e Anónimas de Pequena e Média Dimensão: um Estudo Empírico no Contexto Português*. Dissertação apresentada para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de Mestre em Finanças. Universidade de Coimbra-Faculdade de Economia. Disponível em <https://estudogeral.sib.uc.pt/jspui/bitstream/10316/28567/3/Conflitos%20de%20ag%C3%Aancia,%20mecanismos%20de%20controlo%20e%20performance%20das%20sociedades%20por%20quotas%20e%20an%C3%B3nimas%20de%20pequena%20e%20m%C3%A9dia%20dimens%C3%A3o.pdf> e consultado a 21-02-2017.

Ross, S. A. (1977). The Determinants of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach, *The Bell Journal of Economics*, Vol. 8, Nº 1, p. 23-40.

Sabi (2017). Disponível em <https://sabi.bvdinfo.com/version-20171024/Login.serv?Code=InvalidIpAddress&LoginParamsCleared=True&LoginResult=nc&product=sabineo&RequestPath=home.serv%3fproduct%3dsabineo>

Saito, R., Silveira, A. D. (2008). Governança corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade, *Revista de Administração de Empresas*, Vol. 48, Nº 2, p. 79-86.

Scott, J. H. J. (1976). A Theory of Optimal Capital Structure, *The Bell Journal of Economics*, Vol. 7, Nº 1, p. 33-54.

Scherr, F. C., Hulburt, H. M. (2001). The Debt Maturity Structure of Small Firms, *Financial Management*, Vol. 30, Nº 1, p. 85-111.

Serrasqueiro, Z., Rogão, M. (2006). *Determinantes da Estrutura de Capitais das Empresas Cotadas Portuguesas: evidência empírica usando modelos de dados em painel*. Dissertação para a obtenção de Grau de Mestre em Ciências Económicas. Universidade da Beira Interior-Departamento de Gestão e Economia: UCP Ciências Sociais e Humanas. Disponível em

<https://bibliotecadigital.ipb.pt/bitstream/10198/1570/3/Determinantes%20estrutura%20capi%20tais.pdf> e consultado a 12-12-2016.

Shenoy, C., Koch, P.D. (1996). A Dynamic Model of the Firm's Leverage-Cash Flow Relationship, *Journal of Empirical Finance*, Vol. 2, p. 307-331. Disponível em <https://pdfs.semanticscholar.org/ab18/2ada39cdd9e84f1aa5d3d82d81e8d3e2bd75.pdf> e consultado a 31-10-2017.

Silva, A., Lopes, C. (2015). *Os determinantes da Estrutura de Capital das Empresas Exportadoras Portuguesas*. Dissertação apresentada para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de Mestre em Finanças Empresariais. Instituto Politécnico do Porto-Escola Superior de Estudos Industriais e de Gestão. Disponível em http://recipp.ipp.pt/bitstream/10400.22/5785/1/DM_CatiaLopes_2015.pdf e consultado a 25-12-2016.

Silva, A., Silva, B. (2015). *Exportação e impacto nos resultados: o caso de um grupo de empresas portuguesas*. Dissertação apresentada para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de Mestre em Finanças Empresariais. Instituto Politécnico do Porto-Escola Superior de Estudos Industriais e de Gestão. Disponível em http://recipp.ipp.pt/bitstream/10400.22/7950/1/DM_BrunoSilva_2016.pdf e consultado a 18-01-2017

Smith, C. W. (1986). Investment banking and the capital acquisition process, *Journal of Financial Economics*, Vol. 15, Nº 1 e 2, p. 3-29.

Sousa, A., Padilha, F. (2014). *Estrutura de capitais e política de dividendos: a conjuntura portuguesa*. Dissertação apresentada para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de Mestre em Gestão. Universidade Lusíada de Lisboa-Faculdade de Ciências da Economia e da Empresa. Disponível em http://repositorio.ulusiada.pt/bitstream/11067/1164/1/mg_fernando_padilha_dissertacao.pdf e consultado a 04-03-2017.

Stiglitz, J. E. (1974). On the Irrelevance of Corporate Financial Policy, *The American Economic Review*, Vol. 64, Nº 6, p. 851-866.

Stohs, M. H., Mauer, D. C. (1996). The Determinants of Corporate Debt Maturity Structure, *The Journal of Business*, Vol. 69, Nº 3, p. 279-312.

Stulz, R. (1990). Managerial Discretion and Optimal Financing Policies, *Journal of Financial Economics*, Vol. 26, Nº 1, p. 3–27.

Teixeira, A., Alves, T. (2003). *A Contabilidade e o Valor, na perspectiva dos utilizadores da informação financeira*. XV Encontro Nacional da ADCES: Contabilidade e Valor: Novos Contextos?

Teixeira, B., Prado, M., Ribeiro, K. (2011). Um estudo da teoria de Modigliani Miller através do caso de empresas brasileiras: analisando a irrelevância da estrutura de capitais, *Facef Pesquisa*, Franca, Vol. 14, Nº 1, p. 67-79.

Teixeira, N., Barros, A. (2014). *Determinantes da estrutura de capital do setor bancário angolano*. Dissertação apresentada para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de Mestre em Contabilidade e Finanças. Instituto Politécnico de Setúbal-Escola Superior de Ciências Empresariais. Disponível em <https://comum.rcaap.pt/bitstream/10400.26/6522/1/Determinantes%20da%20Estrutura%20de%20Capitais-%20Bancos%20Angolanos.pdf> e consultado a 13-03-2017.

Teixeira, N., Parreira, J. (2012). *Determinantes da Estrutura Financeira do Setor das Tecnologias da Informação*. Dissertação apresentada para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de Mestre em Contabilidade e Finanças. Instituto Politécnico de Setúbal-Escola Superior de Ciências Empresariais.

Titman, S. (1984). The Effect of Capital Structure on a Firm`s Liquidation Decision, *Journal of Financial Economics*, Vol.13, Nº1, p. 137-151.

Titman, S., Wessels, R. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice, *The Journal of Finance*, Vol. 43, Nº 1, p. 1-19.

Vilabella, L.B., Silvosa, A.R. (1997). Un Modelo de Síntesis de los Factores que Determinan la Estructura de Capital óptima de las PYMES, *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, Vol. 6, Nº 1, p. 107-124.

Warner, J. (1977). Bankruptcy Costs: Some Evidence, *The Journal of Finance*, Vol. 32, N° 2, p. 337-347.

Whited, T. M. (1992). Debt, Liquidity, Constraints, and Corporate Investment: Evidence from Panel Data, *The Journal of Finance*, Vol. 47, N° 4, p. 1425-1460.

Williamson, O. E. (1988). Corporate Finance and Corporate Governance, *The Journal of Finance*, Vol. 43, N° 3, p. 567-591.

Anexos

VARIÁVEL DEPENDENTE: PASSIVO

Modelo de regressão linear múltipla:

Dependent Variable: PASSIVO

Method: Least Squares

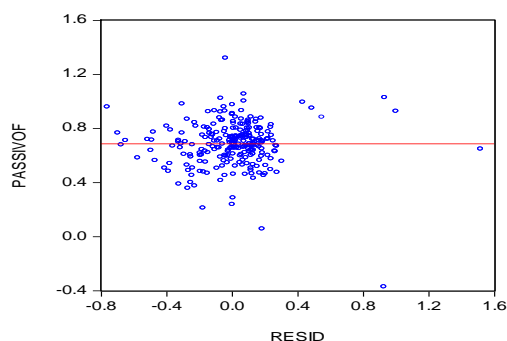
Date: 11/10/17 Time: 11:15

Sample: 1 250 IF H10__RENDIBILIDADE<100 AND H10__RENDIBILIDA
DE>-5

Included observations: 248

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.032913	0.177806	5.809228	0.0000
H2__TEI	-0.053377	0.037865	-1.409663	0.1600
H3__OBF	0.002719	0.011519	0.236021	0.8136
H4__CF	2.228282	0.935672	2.381477	0.0181
H5__RISCO	0.074615	0.045693	1.632956	0.1039
H6__DIMENSAO	-0.024771	0.021372	-1.159058	0.2477
H7__GARANTIAS	-0.197770	0.092758	-2.132115	0.0341
H8__REPUTACAO	-0.004307	0.001537	-2.802672	0.0055
H9__ESPECIFICIDADE	-0.366067	0.482180	-0.759192	0.4485
H10__RENDIBILIDADE	-0.649303	0.084152	-7.715838	0.0000
H11__TX_CRESCIMENTO	-3.81E-05	0.000147	-0.259736	0.7953
_0__I__EXTRATIVAS	-0.387750	0.190225	-2.038378	0.0427
_3__ENERGIA	0.185888	0.278523	0.667406	0.5052
_49_E_5__TRANSPORTE_E_A	0.087399	0.059728	1.463272	0.1448
_4__COMERCIO_E_REPARACA	0.016512	0.050393	0.327668	0.7435
_4__CONSTRUCAO	0.005348	0.060860	0.087866	0.9301
_55__ALOJAMENTO_E_RESTAU	0.407378	0.268564	1.516876	0.1307
_58__ATIVIDADES_DE_INFO	-0.086157	0.083079	-1.037046	0.3008
_68__ATIVIDADES_IMOBILA	0.164979	0.186914	0.882648	0.3784
_69_75__ATIVIDADES_DE_CO	-0.012410	0.065882	-0.188373	0.8508
_77_A_82__ATIVIDADES_AD	0.085881	0.063121	1.360564	0.1750
R-squared	0.316758	Mean dependent var	0.686355	
Adjusted R-squared	0.256561	S.D. dependent var	0.297747	
S.E. of regression	0.256726	Akaike info criterion	0.199263	
Sum squared resid	14.96120	Schwarz criterion	0.496771	
Log likelihood	-3.708663	Hannan-Quinn criter.	0.319029	
F-statistic	5.261977	Durbin-Watson stat	1.904604	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Linearidade:



Homogeneidade de variância:

Heteroskedasticity Test: White

F-statistic	1.588508	Prob. F(137,110)	0.0060
Obs*R-squared	164.7342	Prob. Chi-Square(137)	0.0533
Scaled explained SS	670.7343	Prob. Chi-Square(137)	0.0000

Modelo corrigido com desvios padrões robustos:

Dependent Variable: PASSIVO

Method: Least Squares

Date: 11/10/17 Time: 11:32

Sample: 1 250 IF H10__RENDIBILIDADE<100 AND H10__RENDIBILIDADE>=5

Included observations: 248

White heteroskedasticity-consistent standard errors & covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.032913	0.178446	5.788375	0.0000
H2__TEI	-0.053377	0.018917	-2.821657	0.0052
H3__OBF	0.002719	0.015421	0.176293	0.8602
H4__CF	2.228282	0.806071	2.764374	0.0062
H5__RISCO	0.074615	0.048532	1.537442	0.1256
H6__DIMENSAO	-0.024771	0.022431	-1.104333	0.2706
H7__GARANTIAS	-0.197770	0.103658	-1.907899	0.0577
H8__REPUTACAO	-0.004307	0.001290	-3.337612	0.0010
H9__ESPECIFICIDADE	-0.366067	0.314973	-1.162218	0.2464
H10__RENDIBILIDADE	-0.649303	0.182046	-3.566694	0.0004
H11__TX_CRESCIMENTO	-3.81E-05	0.000115	-0.331216	0.7408
_0__I__EXTRATIVAS	-0.387750	0.141875	-2.733042	0.0068
_3__ENERGIA	0.185888	0.119775	1.551977	0.1221
_49_E_5__TRANSPORTE_E_A	0.087399	0.047344	1.846046	0.0662
_4__COMERCIO_E_REPARACA	0.016512	0.052264	0.315938	0.7523
_4__CONSTRUCAO	0.005348	0.046942	0.113919	0.9094
_55__ALOJAMENTO_E_RESTAU	0.407378	0.061498	6.624222	0.0000
_58__ATIVIDADES_DE_INFO	-0.086157	0.048142	-1.789624	0.0748
_68__ATIVIDADES_IMOBILA	0.164979	0.068094	2.422801	0.0162
_69_75__ATIVIDADES_DE_CO	-0.012410	0.072065	-0.172210	0.8634
_77_A_82__ATIVIDADES_AD	0.085881	0.087564	0.980779	0.3277
R-squared	0.316758	Mean dependent var		0.686355
Adjusted R-squared	0.256561	S.D. dependent var		0.297747
S.E. of regression	0.256726	Akaike info criterion		0.199263
Sum squared resid	14.96120	Schwarz criterion		0.496771
Log likelihood	-3.708663	Hannan-Quinn criter.		0.319029
F-statistic	5.261977	Durbin-Watson stat		1.904604
Prob(F-statistic)	0.000000			

Multicolinearidade:

Variance Inflation Factors

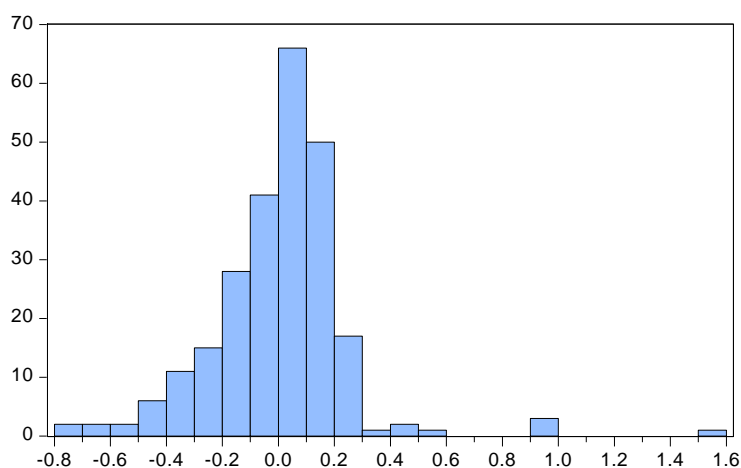
Date: 11/10/17 Time: 11:34

Sample: 1 250 IF H10__RENDIBILIDADE<100 AND
H10__RENDIBILIDADE>=5

Included observations: 248

Variable	Coefficient Variance	Uncentered VIF	Centered VIF
C	0.031615	118.9602	NA
H2__TEI	0.001434	1.555254	1.184902
H3__OBF	0.000133	10.39582	2.534650
H4__CF	0.875483	1.921228	1.192351
H5__RISCO	0.002088	2.445117	1.323445
H6__DIMENSAO	0.000457	141.5457	1.601560
H7__GARANTIAS	0.008604	3.292232	1.689066
H8__REPUTACAO	2.36E-06	4.020555	1.369041
H9__ESPECIFICIDADE	0.232497	1.113581	1.084752
H10__RENDIBILIDADE	0.007082	1.428097	1.044138
H11__TX_CRESCIMENTO	2.15E-08	1.183203	1.163103
_0__I__EXTRATIVAS	0.036186	1.098056	1.089201
_3__ENERGIA	0.077575	1.177011	1.172265
_49_E_5__TRANSPORTE_E_A	0.003567	1.515574	1.344461
_4__COMERCIO_E_REPARACA	0.002539	2.234773	1.712124
_4__CONSTRUCAO	0.003704	1.461147	1.307962
_55__ALOJAMENTO_E_RESTAU	0.072126	1.094344	1.089932
_58__ATIVIDADES_DE_INFO	0.006902	1.256679	1.195872
_68__ATIVIDADES_IMOBILA	0.034937	1.060161	1.051611
_69_75_ATIVIDADES_DE_CO	0.004340	1.514672	1.374198
_77_A_82__ATIVIDADES_AD	0.003984	1.450848	1.310444

Normalidade:



Series: Residuals	
Sample 1 250 IF H10__RENDIBI LIDADE<100 AND H10__RENDI BILIDADE>=5	
Observations 248	
Mean	1.79e-16
Median	0.017923
Maximum	1.514641
Minimum	-0.763929
Std. Dev.	0.246113
Skewness	1.008717
Kurtosis	10.71960
Jarque-Bera	657.8431
Probability	0.000000

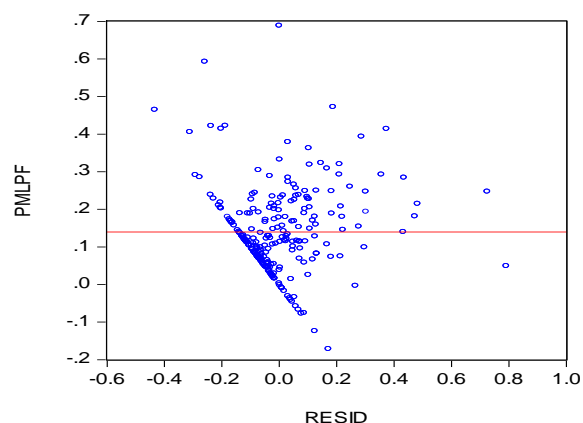
VARIÁVEL DEPENDENTE: PASSIVO MÉDIO LONGO PRAZO

Modelo de regressão linear múltipla:

Dependent Variable: PMLP
Method: Least Squares
Date: 11/10/17 Time: 11:38
Sample: 1 250 IF H10__RENDIBILIDADE<100 AND H10__RENDIBILIDA
DE>-5
Included observations: 248

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.273690	0.108161	2.530390	0.0121
H2__TEI	-0.009636	0.023034	-0.418322	0.6761
H3__OBF	0.021542	0.007007	3.074367	0.0024
H4__CF	3.605084	0.569181	6.333804	0.0000
H5__RISCO	0.037838	0.027796	1.361263	0.1748
H6__DIMENSAO	-0.037155	0.013001	-2.857905	0.0047
H7__GARANTIAS	0.110239	0.056426	1.953707	0.0520
H8__REPUTACAO	0.000875	0.000935	0.935780	0.3504
H9__ESPECIFICIDADE	-0.118093	0.293316	-0.402614	0.6876
H10__RENDIBILIDADE	-0.150982	0.051191	-2.949395	0.0035
H11__TX_CRESCIMENTO	-6.04E-05	8.92E-05	-0.677497	0.4988
_0__I__EXTRATIVAS	-0.074182	0.115716	-0.641068	0.5221
_3__ENERGIA	0.074327	0.169429	0.438689	0.6613
_49_E_5__TRANSPORTE_E_A	0.054619	0.036333	1.503260	0.1342
_4__COMERCIO_E_REPARACA	0.045194	0.030655	1.474298	0.1418
_4__CONSTRUCAO	0.021958	0.037022	0.593111	0.5537
_55__ALOJAMENTO_E_RESTAU	0.369486	0.163371	2.261640	0.0247
_58__ATIVIDADES_DE_INFO	0.008708	0.050538	0.172303	0.8634
_68__ATIVIDADES_IMOBILA	0.304362	0.113702	2.676836	0.0080
_69_75__ATIVIDADES_DE_CO	0.060434	0.040077	1.507962	0.1330
_77_A_82__ATIVIDADES_AD	0.017494	0.038397	0.455614	0.6491
R-squared	0.364217	Mean dependent var	0.139589	
Adjusted R-squared	0.308200	S.D. dependent var	0.187762	
S.E. of regression	0.156170	Akaike info criterion	-0.794869	
Sum squared resid	5.536308	Schwarz criterion	-0.497361	
Log likelihood	119.5638	Hannan-Quinn criter.	-0.675104	
F-statistic	6.501993	Durbin-Watson stat	2.075731	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Linearidade:



Homogeneidade de variância:

Heteroskedasticity Test: White

F-statistic	6.374675	Prob. F(137,110)	0.0000
Obs*R-squared	220.2575	Prob. Chi-Square(137)	0.0000
Scaled explained SS	685.9494	Prob. Chi-Square(137)	0.0000

Modelo corrigido com desvios padrões robustos:

Dependent Variable: PMLP

Method: Least Squares

Date: 11/10/17 Time: 11:46

Sample: 1 250 IF H10__RENDIBILIDADE<100 AND H10__RENDIBILIDADE>=5

Included observations: 248

White heteroskedasticity-consistent standard errors & covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.273690	0.115951	2.360399	0.0191
H2__TEI	-0.009636	0.021236	-0.453740	0.6504
H3__OBF	0.021542	0.007059	3.051876	0.0025
H4__CF	3.605084	0.843472	4.274100	0.0000
H5__RISCO	0.037838	0.041678	0.907843	0.3649
H6__DIMENSAO	-0.037155	0.012924	-2.874840	0.0044
H7__GARANTIAS	0.110239	0.067817	1.625527	0.1054
H8__REPUTACAO	0.000875	0.000961	0.910509	0.3635
H9__ESPECIFICIDADE	-0.118093	0.111147	-1.062499	0.2891
H10__RENDIBILIDADE	-0.150982	0.059559	-2.535013	0.0119
H11__TX_CRESCIMENTO	-6.04E-05	5.51E-05	-1.096158	0.2742
_0__I__EXTRATIVAS	-0.074182	0.064059	-1.158018	0.2481
_3__ENERGIA	0.074327	0.065146	1.140924	0.2551
_49_E_5__TRANSPORTE_E_A	0.054619	0.031697	1.723155	0.0862
_4__COMERCIO_E_REPARACA	0.045194	0.032392	1.395243	0.1643
_4__CONSTRUCAO	0.021958	0.039314	0.558531	0.5770
_55__ALOJAMENTO_E_RESTAU	0.369486	0.053656	6.886248	0.0000
_58__ATIVIDADES_DE_INFO	0.008708	0.080412	0.108291	0.9139
_68__ATIVIDADES_IMOBILA	0.304362	0.142408	2.137249	0.0336
_69__75__ATIVIDADES_DE_CO	0.060434	0.037066	1.630461	0.1044
_77_A_82__ATIVIDADES_AD	0.017494	0.034588	0.505787	0.6135
R-squared	0.364217	Mean dependent var	0.139589	
Adjusted R-squared	0.308200	S.D. dependent var	0.187762	
S.E. of regression	0.156170	Akaike info criterion	-0.794869	
Sum squared resid	5.536308	Schwarz criterion	-0.497361	
Log likelihood	119.5638	Hannan-Quinn criter.	-0.675104	
F-statistic	6.501993	Durbin-Watson stat	2.075731	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Multicolinearidade:

Variance Inflation Factors

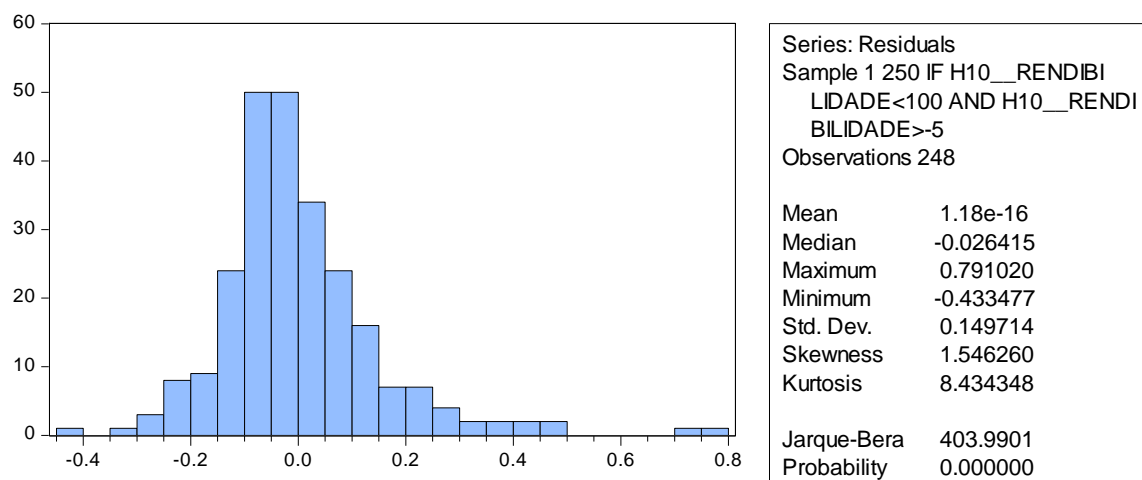
Date: 11/10/17 Time: 11:47

Sample: 1 250 IF H10__RENDIBILIDADE<100 AND
H10__RENDIBILIDADE>=5

Included observations: 248

Variable	Coefficient Variance	Uncentered VIF	Centered VIF
C	0.011699	118.9602	NA
H2__TEI	0.000531	1.555254	1.184902
H3__OBF	4.91E-05	10.39582	2.534650
H4__CF	0.323968	1.921228	1.192351
H5__RISCO	0.000773	2.445117	1.323445
H6__DIMENSAO	0.000169	141.5457	1.601560
H7__GARANTIAS	0.003184	3.292232	1.689066
H8__REPUTACAO	8.74E-07	4.020555	1.369041
H9__ESPECIFICIDADE	0.086034	1.113581	1.084752
H10__RENDIBILIDADE	0.002620	1.428097	1.044138
H11__TX_CRESCIMENTO	7.95E-09	1.183203	1.163103
_0__I__EXTRATIVAS	0.013390	1.098056	1.089201
_3__ENERGIA	0.028706	1.177011	1.172265
_49_E_5__TRANSPORTE_E_A	0.001320	1.515574	1.344461
_4__COMERCIO_E_REPARACA	0.000940	2.234773	1.712124
_4__CONSTRUCAO	0.001371	1.461147	1.307962
_55__ALOJAMENTO_E_RESTAU	0.026690	1.094344	1.089932
_58__ATIVIDADES_DE_INFO	0.002554	1.256679	1.195872
_68__ATIVIDADES_IMOBILA	0.012928	1.060161	1.051611
_69_75__ATIVIDADES_DE_CO	0.001606	1.514672	1.374198
_77_A_82__ATIVIDADES_AD	0.001474	1.450848	1.310444

Normalidade:



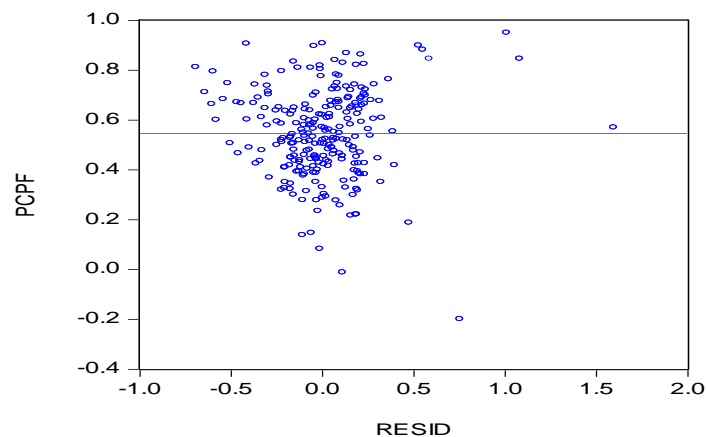
VARIÁVEL DEPENDENTE: PASSIVO CURTO PRAZO

Modelo de regressão linear múltipla:

Dependent Variable: PCP
Method: Least Squares
Date: 11/10/17 Time: 11:49
Sample: 1 250 IF H10__RENDIBILIDADE<100 AND H10__RENDIBILIDA
DE>=-5
Included observations: 248

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.759223	0.187549	4.048137	0.0001
H2__TEI	-0.043742	0.039940	-1.095181	0.2746
H3__OBF	-0.018823	0.012150	-1.549262	0.1227
H4__CF	-1.376802	0.986944	-1.395015	0.1644
H5__RISCO	0.036778	0.048197	0.763069	0.4462
H6__DIMENSAO	0.012384	0.022543	0.549340	0.5833
H7__GARANTIAS	-0.308009	0.097840	-3.148077	0.0019
H8__REPUTACAO	-0.005182	0.001621	-3.196749	0.0016
H9__ESPECIFICIDADE	-0.247974	0.508601	-0.487560	0.6263
H10__RENDIBILIDADE	-0.498321	0.088763	-5.614054	0.0000
H11__TX_CRESCIMENTO	2.23E-05	0.000155	0.144477	0.8853
_0__I__EXTRATIVAS	-0.313568	0.200649	-1.562774	0.1195
_3__ENERGIA	0.111561	0.293785	0.379738	0.7045
_49_E_5__TRANSPORTE_E_A	0.032780	0.063001	0.520309	0.6034
_4__COMERCIO_E_REPARACA	-0.028682	0.053155	-0.539598	0.5900
_4__CONSTRUCAO	-0.016610	0.064195	-0.258752	0.7961
_55__ALOJAMENTO_E_RESTAU	0.037892	0.283280	0.133762	0.8937
_58__ATIVIDADES_DE_INFO	-0.094865	0.087632	-1.082541	0.2802
_68__ATIVIDADES_IMOBILA	-0.139383	0.197156	-0.706966	0.4803
_69_75__ATIVIDADES_DE_CO	-0.072845	0.069492	-1.048245	0.2956
_77_A_82__ATIVIDADES_AD	0.068386	0.066580	1.027126	0.3055
R-squared	0.313178	Mean dependent var	0.546766	
Adjusted R-squared	0.252665	S.D. dependent var	0.313243	
S.E. of regression	0.270794	Akaike info criterion	0.305959	
Sum squared resid	16.64576	Schwarz criterion	0.603467	
Log likelihood	-16.93887	Hannan-Quinn criter.	0.425724	
F-statistic	5.175390	Durbin-Watson stat	2.175846	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Linearidade:



Homogeneidade de variância:

Heteroskedasticity Test: White

F-statistic	1.443175	Prob. F(137,110)	0.0229
Obs*R-squared	159.3465	Prob. Chi-Square(137)	0.0930
Scaled explained SS	598.0794	Prob. Chi-Square(137)	0.0000

Modelo corrigido com desvios padrões robustos:

Dependent Variable: PCP

Method: Least Squares

Date: 11/10/17 Time: 11:54

Sample: 1 250 IF H10__RENDIBILIDADE<100 AND H10__RENDIBILIDA
DE>=5

Included observations: 248

White heteroskedasticity-consistent standard errors & covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.759223	0.191279	3.969182	0.0001
H2__TEI	-0.043742	0.023945	-1.826769	0.0690
H3__OBF	-0.018823	0.014973	-1.257117	0.2100
H4__CF	-1.376802	0.832709	-1.653400	0.0996
H5__RISCO	0.036778	0.059950	0.613470	0.5402
H6__DIMENSAO	0.012384	0.022568	0.548735	0.5837
H7__GARANTIAS	-0.308009	0.101533	-3.033581	0.0027
H8__REPUTACAO	-0.005182	0.001371	-3.779555	0.0002
H9__ESPECIFICIDADE	-0.247974	0.290706	-0.853007	0.3946
H10__RENDIBILIDADE	-0.498321	0.166575	-2.991578	0.0031
H11__TX_CRESCIMENTO	2.23E-05	0.000109	0.204492	0.8382
_0__I__EXTRATIVAS	-0.313568	0.095433	-3.285749	0.0012
_3__ENERGIA	0.111561	0.118214	0.943722	0.3463
_49_E_5__TRANSPORTE_E_A	0.032780	0.046452	0.705674	0.4811
_4__COMERCIO_E_REPARACA	-0.028682	0.056041	-0.511811	0.6093
_4__CONSTRUCAO	-0.016610	0.050551	-0.328590	0.7428
_55__ALOJAMENTO_E_RESTAU	0.037892	0.063415	0.597530	0.5507
_58__ATIVIDADES_DE_INFO	-0.094865	0.079212	-1.197608	0.2323
_68__ATIVIDADES_IMOBILA	-0.139383	0.091146	-1.529220	0.1276
_69__75__ATIVIDADES_DE_CO	-0.072845	0.073034	-0.997400	0.3196
_77_A_82__ATIVIDADES_AD	0.068386	0.093171	0.733989	0.4637
R-squared	0.313178	Mean dependent var	0.546766	
Adjusted R-squared	0.252665	S.D. dependent var	0.313243	
S.E. of regression	0.270794	Akaike info criterion	0.305959	
Sum squared resid	16.64576	Schwarz criterion	0.603467	
Log likelihood	-16.93887	Hannan-Quinn criter.	0.425724	
F-statistic	5.175390	Durbin-Watson stat	2.175846	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Multicolinearidade:

Variance Inflation Factors

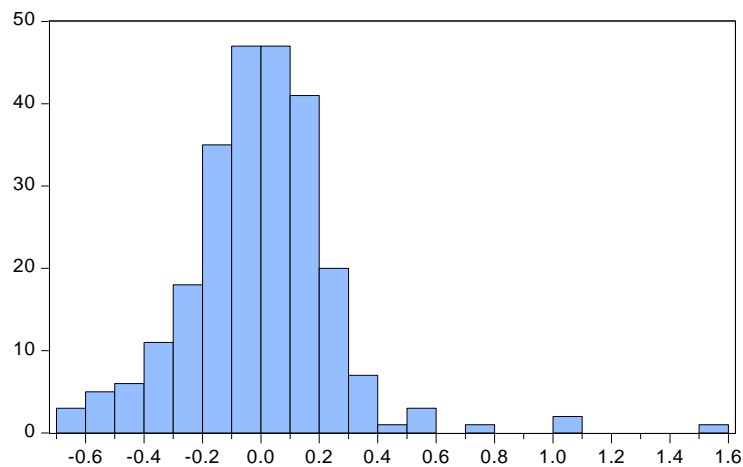
Date: 11/10/17 Time: 11:53

Sample: 1 250 IF H10__RENDIBILIDADE<100 AND
H10__RENDIBILIDADE>=5

Included observations: 248

Variable	Coefficient Variance	Uncentered VIF	Centered VIF
C	0.035174	118.9602	NA
H2__TEI	0.001595	1.555254	1.184902
H3__OBF	0.000148	10.39582	2.534650
H4__CF	0.974058	1.921228	1.192351
H5__RISCO	0.002323	2.445117	1.323445
H6__DIMENSAO	0.000508	141.5457	1.601560
H7__GARANTIAS	0.009573	3.292232	1.689066
H8__REPUTACAO	2.63E-06	4.020555	1.369041
H9__ESPECIFICIDADE	0.258675	1.113581	1.084752
H10__RENDIBILIDADE	0.007879	1.428097	1.044138
H11__TX_CRESCIMENTO	2.39E-08	1.183203	1.163103
_0__I__EXTRATIVAS	0.040260	1.098056	1.089201
_3__ENERGIA	0.086309	1.177011	1.172265
_49_E_5__TRANSPORTE_E_A	0.003969	1.515574	1.344461
_4__COMERCIO_E_REPARACA	0.002825	2.234773	1.712124
_4__CONSTRUCAO	0.004121	1.461147	1.307962
_55__ALOJAMENTO_E_RESTAU	0.080248	1.094344	1.089932
_58__ATIVIDADES_DE_INFO	0.007679	1.256679	1.195872
_68__ATIVIDADES_IMOBILA	0.038870	1.060161	1.051611
_69_75__ATIVIDADES_DE_CO	0.004829	1.514672	1.374198
_77_A_82__ATIVIDADES_AD	0.004433	1.450848	1.310444

Normalidade:



Series: Residuals	
Sample 1 250 IF H10__RENDIBI LIDADE<100 AND H10__RENDI BILIDADE>=5	
Observations 248	
Mean	6.89e-17
Median	-0.002578
Maximum	1.592522
Minimum	-0.694591
Std. Dev.	0.259599
Skewness	1.192737
Kurtosis	9.959792
Jarque-Bera	559.3349
Probability	0.000000